

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Disciplinas Económicas y Financieras



TESIS DOCTORAL

**El fenómeno del valor y la valoración en la empresa :
(análisis conceptual y práctico de su tratamiento en la
economía de la empresa)**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR
PRESENTADA POR

Santiago Garrido Buj

DIRECTOR:

Lucas Beltrán Florez

Madrid, 2015

10.324
56-80

Santiago Garrido Buj



* 5 3 0 9 8 5 3 1 2 4 *
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE

X - 48 - 006329 - 9

EL FENOMENO DEL VALOR Y LA VALORACION EN LA EMPRESA

Departamento de Disciplinas Económicas y Financieras
Facultad de Derecho
Universidad Complutense de Madrid
1980

© Santiago Garrido Buj
Edita e imprime la Editorial de la Universidad
Complutense de Madrid. Servicio de Reprografía
Noviciado, 3 Madrid-8
Madrid, 1980
Xerox 9200 XB 480
Depósito Legal: M-10653-1980

EL FENOMENO DEL VALOR Y
LA VALORACION EN LA EMPRESA

(Análisis conceptual y práctico
de su tratamiento en la
Economía de la Empresa)

POR

SANTIAGO GARRIDO 3UJ

Madrid, octubre 1978

INDICE GENERAL

0.- INTRODUCCION. Pag. 12

I.- EL VALOR EN GENERAL. Pag. 14.

1.1. VALOR EN FILOSOFIA. Pag. 15

1.1.1. ANALISIS HISTORICO DESCRIPTIVO

- a) DE ARISTOTELES A KANT.
- b) BRENTANO Y SU ESCUELA.
- c) DILTHEY Y LA CONCEPCION DEL UNIVERSO.
- d) LA ESCUELA DE BADEN Y SUS CONSECUENCIAS
- e) LA FILOSOFIA Y LA TEORIA DE LOS VALORES: LA AXIOLOGIA.
- f) EL UTILITARISMO.
- g) LA CLASIFICACION DE LOS VALORES.
- h) EL VALOR Y SU APREHENSION.

1.2.1. INTENTO DE CONSTRUCCION DE UNA AXIOLOGIA ANALITICA.

- a) INTRODUCCION.
- b) LA AXIOLOGIA CIENTIFICA.
- c) EL VALOR Y EL VALORADOR.
- d) EL VALOR Y LA CIENCIA.
- e) LAS FALACIAS AXIOLOGICAS.
- f) EL ANALISIS DEL VALOR.

g) LA APLICACION DEL VALOR.

h) LAS APLICACIONES DEL VALOR EXTRINSECO

i) LA FORMALIZACION DEL VALOR.

1. IRREALIDAD DE LOS VALORES.

2. REALIDAD SITUACIONAL Y FORMAL DE
LOS VALORES.

j) LOS VALORES Y SU APLICACION AL CAMPO
ECONOMICO.

1.2. EL VALOR EN LAS DISTINTAS CIENCIAS SOCIALES. Pág. 85-

II.- EL VALOR EN ECONOMIA (Análisis histórico-descriptivo)

2.1. EL VALOR Y LA ECONOMIA POLITICA. Pág. 91

III.- EL VALOR Y LA ECONOMIA DE LA EMPRESA. Pág. 106

3.1. INTRODUCCION.

3.2. LA CRITICA AL MARGINALISMO.

3.3. LAS POSICIONES TRADICIONALES.

3.3.1. EL COSTE HISTORICO.

3.3.2. LAS TEORIAS DEL BALANCE.

3.4. LOS MODERNOS PLANTEAMIENTOS.

3.4.1. EDWARDS Y BELL.

3.4.2. SPROUSE Y MOONITZ.

3.4.3. LA A.I.C.P.A. Y EL NIVEL DE PRECIOS.

3.4.4. MATTESSICH.

3.4.5. OTRAS APORTACIONES Y CONCLUSION.

3.5. EL VALOR EN LA TEORIA DE LA DECISION Y EN LA INVESTIGACION OPERATIVA.

IV.- EL VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA. PAG.146.

4.1. ANALISIS DEL CONCEPTO DE VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA.

4.2. LA EMPRESA Y EL FENOMENO DEL VALOR.

4.3. EL VALOR EN LA EMPRESA Y SU MEDIDA.

4.3.1. LAS METRICAS.

4.3.2. LA OBJETIVIDAD EN LA MEDIDA.

4.3.3. LA INESTABILIDAD EN LA MEDIDA.

4.4. LOS PORTADORES DEL VALOR EN LA EMPRESA.

4.5. ANALISIS PARA UNA TIPOLOGIA DEL VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA.

4.6. LOS MODELOS DE VALORACION Y SU COMPARACION.

4.6.1. VALORACION DE EMPRESAS

a) EL CONCEPTO DE EMPRESA Y EL VALOR

b) VALOR, VALORES Y VALORACION.

c) LOS FACTORES O PARAMETROS DETERMINANTES DEL VALOR EN LA EMPRESA.

d) CONCEPCION GLOBAL DEL VALOR EN LA EMPRESA.

e) LA VALORACION COMO PROCESO DE DECISION
Y SUS FASES.

- 1) FASE DE DIAGNOSTICO.
- 2) FASE ANALITICA.
- 3) FASE SINTETICA.
- 4) LA CAPACIDAD DE BENEFICIO.
- 5) OTRAS MAGNITUDES.
- 6) FASE FINAL.

f) CRITERIOS Y METODOS DE VALORACION DE
EMPRESAS.

g) LOS METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

- 1) DIRECTOS.
- 2) INDIRECTOS.

h) COMPARACION FORMAL DE LOS DISTINTOS
METODOS (Estudio de Jakob)

i) LA NEGOCIACION Y FIJACION DEL PRECIO

j) LA VALORACION BURSATIL.

V.- CONCLUSIONES. PAG. 463.

VI.- BIBLIOGRAFIA. PAG. 469

INTRODUCCION

INTRODUCCION.-

Dos son los motivos que justifican esta introducción a nuestro trabajo. En primer lugar trataremos de mostrar la importancia del valor y la valoración en el área de la Economía y más concretamente en el de la Economía de la Empresa. Tras esta presentación, señalaremos el estado en el que se encuentra el estudio de estos temas, para pasar a continuación a la descripción y justificación de nuestro trabajo.

El tema del valor ocupa un lugar señero dentro del estudio científico de los problemas económicos. Desde el primer momento los estudiosos de los temas económicos se han preocupado por el problema valorativo en el que se encuentra inmersa cualquier actividad de tipo económico. Como muy bien afirma J.A. Schumpeter la historia de la Economía no es otra que la constante búsqueda de una explicación al fenómeno del valor. No es por esto extraño que fuese la Economía la primera ciencia social que desarrolló una serie de conceptos en torno a este tema.

La razón de que el concepto de valor haya sido, desde siempre, uno de los más complejos y discutidos temas en el campo económico, tiene su significación, sin duda alguna, en la amplitud y diversidad de su contenido. Este contenido va desde los problemas conceptuales en torno a su significado desarrollados en el marco de la Teoría Económica, hasta sus aplicaciones prácticas en el ámbito empresarial.

Mientras que los conceptos desarrollados por la Teoría Económica gozan de un elevado grado de abstracción, dada su finalidad eminentemente aclaratoria; no ocurre lo mismo en el campo de la Economía de la Empresa, donde se precisa de conceptos operativos y de contenido suficiente mente explicitado cara a la toma de decisiones.

Como afirman prestigiosos autores la Economía de la Empresa tropieza con el problema del valor de forma más acentuada, si cabe, que la Teoría Económica debido a su carácter de ciencia aplicada. Parafraseando a Witturan "se ría muy difícil encontrar en nuestra ciencia un campo que vincule una tal variedad de hechos con un término, como se encuentra con la utilización de la expresión Valor".

Supuestas estas consideraciones previas nadie duda ría en atribuir al concepto de Valor, y a su aplicación práctica: "la valoración", un papel preponderante en el estudio científico de los problemas económico-empresariales. Pero pese a que se nos presenta como un concepto económico elemental y de probada importancia, su estudio raras veces ha sido abordado con objetividad.

La gran profusión en la utilización de este término, en el seno de la Economía de la Empresa, no ha servido para clarificar su significado, sino que por el contrario ha dado lugar a una tan prolija como confusa elaboración de conceptos de contenido diferentes.

Los teóricos de la Economía de la Empresa han ido

desde el empleo de los conceptos con un alto contenido de abstracción, como son los acuñados por la Teoría Económica, hasta los conceptos excesivamente operativos de la llamada Teoría de la negociación. La literatura económica empresarial nos habla tanto del valor como algo objetivo como de algo subjetivo, de un concepto global y unitario como de una pluralidad de conceptos, etc... lo que dificulta sobremedida la profundización en este campo.

El estudio sistemático de este complejo tema lleva a límites insospechados puesto que implica la revisión de los fundamentos de una serie de disciplinas aplicadas, como son la Teoría de la Decisión y la Contabilidad, así como obligando a una revisión de los postulados en los que se asienta la medición en la Economía aplicada.

Cualquier profundización en el estudio de este tema, supone el considerar los comportamientos psicológicos individuales dentro de la ciencia económica, examinando el entorno que rodea cada actuación económica singular, el cual está configurada tanto por los aspectos materiales del problema en sí como por la finalidad subjetiva de la persona que toma la decisión y el entorno socio-económico que rodea a ésta.

Ante estas dos realidades contrapuestas: importancia de los aspectos valorativos en la Economía y la profusión, confusión y oscuridad con respecto a este tema existente en la literatura al respecto. Nos hemos atrevido a abordar la clasificación de este concepto, en un ámbito

reducido como es la Empresa, con la esperanza de contribuir a futuros desarrollos en esta materia.

Justificado así nuestro trabajo vamos a pasar a detallar sus motivaciones, sus metas y el desarrollo que en orden a su consecución se ha seguido.

En primer lugar, se ha elaborado un trabajo descriptivo de problemas del valor y de la valoración en la Economía de la Empresa, dada la gran dispersión y contradicción entre los conceptos existentes.

Se ha tratado, por otro lado, de integrar los planteamientos valorativos de la Economía de la Empresa, dentro de un marco más amplio, como es la Economía. Y ésta a su vez dentro del pensamiento filosófico general (siendo quizás el primer trabajo en castellano en este sentido).

Se ha procurado, por otro lado, hacer un análisis exhaustivo del fenómeno "valoración" en orden a su comprensión y operatividad. Por otra parte, se ha puesto especial cuidado en precisar la terminología sobre el tema, que por su dispersión y dudosa claridad induce a frecuentes errores.

El gran peso dado al análisis histórico-descriptivo en nuestro estudio se ha debido a que en un tema tan importante como antiguo y controvertido, el análisis histórico permite ir analizando los diversos conceptos que sobre esta materia se han ido vertiendo a lo largo del tiempo. Y

como han ido decantando, hasta llegar a la situación actual. Así se contemplan:

- Los conceptos que se han elaborado.
- Sus críticas.
- Sus conclusiones.
- Su superación.
- La progresiva formalización y racionalización del pensamiento.

Además, como alguien dijo, "la historia es el mejor crisol para averiguar la bondad de las teorías".

Se ha tratado por otro lado de encuadrar el valor económico en un marco de referencia más amplio, cara a su mejor comprensión y a posibles futuros estudios.

Lo que hemos tratado de demostrar en este estudio, y así concluimos esta introducción, es cómo los criterios y métodos de valoración utilizados por la Economía de la empresa son, en alguna medida, congruentes entre sí, y no tienen otro origen que la mayor o menor ponderación que ha gan de los parámetros en los cuales se refleja o manifiesta el valor. También es preciso tener en cuenta aquellos otros factores que modifican y condicionan el valor tales como el entorno o las finalidades subjetivas, etc...

La originalidad del trabajo consiste en suma, en suma, en tratar de demostrar la congruencia de todo un sis

tema: JUICIO DE VALOR - SISTEMA DE VALORES VALOR ECONOMICO - VALORACION. Y esto se intenta no en sentido descendente sino de abajo a arriba. Partiendo de los métodos de valoraciones existentes en la práctica, se trata de analizarlos sintéticamente para ver como su estructura formal no es sino una combinación de los vectores o parámetros en los que se refleja el valor. Esto demuestra, por una parte, la gran congruencia entre ellos, y por otra, el enorme desconocimiento que existe de la más amplia problemática del valor.

De modo similar se procede con los criterios de valoración para concluir que se trata de modelos de estructura análoga, cuya diferencia fundamental, radica en el juicio de valor del que se parte.

Por último, se ha tratado de recoger la bibliografía más importante "ad hoc" en la idea de que pueda contribuir a posteriores estudios en este campo.

El esquema de trabajo se divide en tres grandes apartados. Se analiza primeramente el marco histórico en el que se ha desarrollado este concepto. Se parte de la Filosofía general para llegar a los intentos de construcción de una axiología analítica y posteriormente se comentan los desarrollos más modernos en las diferentes disciplinas de carácter social.

En segundo lugar, se analiza el pensamiento económico. Se parte de los planteamientos de la Economía Política

ca para desembocar en la Economía de la empresa y desarrollos afines como los de la Teoría de la decisión.

Posteriormente se entra en el análisis del concepto de valor en el marco de la empresa. Se analizan sus características, su problemática, su terminología, etc... y se pasa a la valoración de la empresa como problema específico. Dentro de la valoración de empresas se distingue entre el tratamiento del tema como un problema de decisión, que supone varias fases, y los métodos de valoración unitaria de la empresa. Cierran este apartado los problemas de valoración bursátil, a la luz de las modernas teorías financieras, y la política de negociación cara a la fijación del precio de compra-venta de una empresa.

EL VALOR EN GENERAL

EL VALOR EN EL PENSAMIENTO FILOSOFICO

ANALISIS HISTORICO DESCRIPTIVO DEL VALOR EN
EL PENSAMIENTO FILOSOFICO

- 1.- DE ARISTOTELES A KANT.
- 2.- BRENTANO Y SU ESCUELA.
- 3.- DILTHEY Y LA CONCEPCION DEL UNIVERSO.
- 4.- LA ESCUELA DE BADEN Y SUS CONSECUENCIAS.
- 5.- LA FILOSOFIA Y LA TEORIA DE LOS VALORES:
La axiología.
- 6.- EL UTILITARISMO.
- 7.- LA CLASIFICACION DE LOS VALORES.
- 8.- EL VALOR Y SU APREHENSION.

VALOR EN LA FILOSOFIA.

EL PROBLEMA DEL VALOR A LO LARGO DE LA HISTORIA DE LA FILOSOFIA.

Cualquier estudio sobre una determinada materia que trate de conferir nimbo de objetividad a las teorías que desarrolle, no puede por menos que comenzar por situar y delimitar el campo de su estudio, y esto implica, en primer lugar la definición clara del objeto de estudio.

Se ha expuesto en la introducción a este trabajo, cómo íbamos a tratar de profundizar en la problemática del valor y de la valoración; en un campo determinado de la Economía, como es la Economía de la Empresa. Pues bien, es preciso, antes de comenzar a hablar de valores en la economía de la empresa, el definir qué es lo que se entiende por Valor.

El término Valor implica una variedad tan amplia de contenidos y significados dentro del lenguaje vulgar (1) que nos obliga a restringir nuestro estudio a los aspectos más notables de este, centrándonos en sus significados dentro del marco de las Ciencias Sociales.

(1) Valor: Lo que vale una persona o cosa// Precio elevado// Documento titular de renta (acciones)// Determinación de una cantidad// Osadía, atrevimiento, desvergüenza// Estimación aproximada// "Poner en valor", galicismo, por sacar provecho o explotar una cosa. DICC. LAROUSSE, París, 1.964.

En su significado más general, dentro del campo de las Ciencias Sociales, el Valor se identifica con: intereses, placeres, gustos, creencias, actividades, obligaciones morales, aversiones, atracciones u otras modalidades de orientación selectiva.

En la mayoría de las ocasiones se trata de una relación entre creencias, actitudes, o deseos por un lado y objetos por otro lado.

Los Valores entran dentro del universo del llamado comportamiento de tipo selectivo; ya que el comportamiento de tipo reflejo, se supone que no sirve para manifestar valores; ni implica valoraciones de ningún tipo (así por ejemplo: el hecho de respirar, no implica, en modo alguno, una valoración, es decir, no constituye un comportamiento de tipo valorativo)

Es el Valor un término de tal amplitud y generalidad que la fijación de límites al mismo en orden a definir su contenido, se convierte en tarea ardua y de dudosa eficacia.

Una concepción amplia del Valor tiene la ventaja de poder comprender dentro de la misma, hasta los más profundos y conflictivos, posibles elementos del Valor, que pudieran darse en cualquier comportamiento; Además permite incluir en ella mayor número de acepciones y expresiones del término Valor -de la enorme y múltiple gama de conceptos elaborados por las diversas Ciencias Sociales-, que si restringimos los límites del mismo.

Por el contrario la adopción de un concepto restringido, si bien implica mayor rigor y precisión, y puede ser de gran utilidad en orden a la construcción de una sistemática del Valor, supone de otro lado el peligro de excluir fenómenos del Valor y por lo tanto incurrir en errores más o menos graves.

La noción de Valor, en un sentido general, se encuentra fuertemente vinculada a nociones tales como la selección y preferencia sin que de ello pueda concluirse que algo tiene valor por ser preferido o preferible, o que algo es preferido o preferible porque tiene valor (1).

En el mismo sentido del párrafo anterior suele utilizarse una definición que goza de gran consenso en la mayoría de las Ciencias Sociales, es la de considerar a los valores como concepciones de lo deseable que influyen en el comportamiento. (2).

Esta distinción o definición supone distinguir, entre lo deseado y lo deseable, y la identificación de esto último, con lo que "se debe" desear, siendo ésta una definición bastante restringida y socializada, con la consecuencia de excluir del campo del Valor todos los valores de tipo hedonista.

Autores como Pepper (3) suponen que todo lo bueno

(1) Ferrater Mora, Diccionario de Filosofía.

(2) Enciclopedia internacional de las Ciencias Sociales. Aguilar, Madrid, 1975.

(3) Pepper, Stephen. "The Sources of value", University California Press, 1958, 271 7

y lo malo constituyen un valor, o en la definición de Perry (1) puede afirmarse que un valor, es todo lo que interesa a un sujeto humano; ya que los hombres no se conforman con una existencia exclusivamente fáctica y están constantemente adoptando actitudes de diversos tipos ante los hechos de la vida real, o lo que es lo mismo, estableciendo preferencias y consecuentemente valoraciones.

Dentro del lenguaje usual el término Valor se usa de forma simultánea en dos sentidos diferentes, los cuales conviene especificar. En uno de los sentidos, Valor se refiere a la evaluación particular y específica de cualquier objeto, pero sin entrar en el patrón que mide dicho Valor. Por ejemplo, se dice: este individuo es muy valioso, o los países desarrollados conceden gran valor a la educación. En el otro sentido el peso de la definición se centra en los patrones o criterios a través de los cuales se va a medir el Valor (se va a valorar), así, cuando se afirma que "la educación es buena porque incrementa la eficacia económica" o que "este individuo vale mucho como ingeniero, por sus conocimientos de matemática aplicada").

Hay que concluir con Williams (2) que es en el segundo sentido, o sea como criterio, cuando el valor se convierte en objeto de estudio para las Ciencias Sociales.

Es importante notar cómo las definiciones de Valor suelen ser normalmente de tipo descriptivo, debiendo acu-

(1) Perry, Ralph. Realms of Value, Harvard Univ. Press, 1954.

(2) Williams, Robins. "American Society: a Sociological interpretation KNOFF. New York, 1960, 451

dirse a los hechos de Valor para progresar en el campo del Valor. Dicho de otro modo las definiciones de valor explícitas, son siempre susceptibles de una nueva formulación, en base al intento de verificarlas empíricamente; el cual puede llevar a nuevos actos evaluativos. (Ya que los hechos de valor están implícitos en los actos evaluativos).

Comenzamos el análisis del término Valor a lo largo de la historia, por su evolución en el ámbito de la Filosofía, de donde proceden, en definitiva, el resto de las llamadas Ciencias Sociales.

La idea de Valor es tan antigua como la Filosofía misma, si bien ha ido variando la forma en que este se ha concebido.

Desde antiguo las doctrinas filosóficas han entrado en el campo del "deber ser" y por tanto de los llamados Juicios de Valor (considerándolos como juicios de existencia).

Hay que notar, que si bien el pensamiento filosófico se había preocupado de siempre por el problema del Valor, no lo había hecho bajo este nombre, sino bajo el de bien o bondad (bonum et bonitas).

Fue muy común en ciertas doctrinas filosóficas de la antigüedad el equiparar el "Valor" con el "Ser", y más concretamente con el "Verdadero ser", tal y como lo concebía Platón.

En Platón el ser verdadero, es decir las ideas, poseen la máxima dignidad, por lo que son cosas eminentemente valiosas. En este sentido puede decirse que "algo que vale" se identifica con "algo que es" y viceversa, pues ambas cosas implican lo mismo.

Afirma Ortega y Gasset (1), que Platón se encontraba muy cerca de la esencia del Valor, pero que sin embargo, no conocía exactamente su alcance sistemático.

El equiparar "Valor" con "Ser" puede llevar a establecer por vía de analogías la idea de ausencia de Valor, equiparándola al no ser. Y en este sentido se han expresado numerosos autores, pero tal afirmación hace difícil una reflexión autónoma sobre el Valor, ya que si todo lo que es, vale, parece necesario plantearse en forma más científica, en qué consiste el Valor, ya que "el Ser" será suficiente.

A la vista de lo expuesto en los párrafos anteriores hay que concluir que la equiparación de Valor con Ser, puede considerarse como un juicio de valor más o menos admisible, pero que en modo alguno se eleva a la categoría de una Teoría de los Valores, a la manera de cómo la concibieron los autores posteriores.

Como dice Ortega y Gasset, en su ya citado estudio sobre la "Estimativa" o Ciencia de los Valores, los auto-

(1) Ortega y Gasset, José. "La Estimativa" ¿Qué son los Valores?. R. de Occidente.

res tradicionales han usado la palabra "Valor" y "Bien" entre otras, pero no han especificado cuál es su significación.

Resulta curioso el observar cómo el término Valor, no fue utilizado por los pensadores hasta el siglo pasado, y aún entonces en un sentido bastante restringido y de carácter eminentemente técnico; aplicándolo al campo de la Ciencia Económica.

Son las obras de los pensadores ingleses, las primeras en tener una idea, aunque vaga, del concepto del Valor, así en las obras de Hutchison, Shaftesbury, y Adam Smith, pueden ser considerados como los pioneros en emplear el vocablo Valor en un sentido más o menos próximo a lo que hoy se entiende por el mismo y constituye el objeto de la llamada Teoría de los Valores. Conviene volver a recordar que el término es empleado en su acepción económica.

Como precursores en el uso del término valor y dando un tratamiento científico al problema valorativo, hay que citar a Hesbart (1776-1841), Beneke (1798-1854) y Lotze (1817-1881).

El análisis y estudio de los valores tiene varios orígenes que a continuación vamos a detallar, pero no sin antes hacer una breve referencia a Kant y Nietzsche; autores a los que, en un cierto sentido, hay que considerar precursores, si no en el descubrimiento científico del fenómeno "Valor", sí al menos en el tratamiento específico y buscado del mismo, aunque sin gran precisión ni sistemática.

En otro orden de cosas y con referencia al fenómeno valor, desde un punto de vista operativo pueden establecerse diversas etapas en las que no entramos ahora por tratarse posteriormente en el apartado del Valor en la Ciencia Económica (si bien en las primeras épocas el estudio del valor económico supuso conceptos filosóficos, por no estar Filosofía y Economía suficientemente diferenciadas).

Kant es el primer autor que habla de "Valor" en un sentido formal.

En los libros éticos de Kant, concretamente en sus "Fundamentos para una metafísica de las costumbres" se habla, numerosas veces en cada página, de valor, y no de manera extrínseca o fortuita (como en autores anteriores) sino de manera formal.

Los temas decisivos dentro del sistema moral Kantiano, son planteados y tratan de ser resueltos, a través de fórmulas, que utilizan el término valor, tanto en sentido absoluto como en sentido relativo. Pero pese a la profusión en el uso de este término, Kant no se decide en ningún momento por la definición del contenido de este vocablo, y mucho menos por un estudio sistemático del mismo.

Hay que reconocerle a Kant el mérito de haber visto de forma clara la distinción existente entre el llamado mundo fáctico o mundo de los hechos y el mundo valorativo o mundo de los valores, si bien su argumento era de carácter ontológico o epistemológico y no de carácter lógico como hubiera sido deseable para la construcción de posterior-

res teorías.

Kant supo descubrir una normatividad particular de la ética, pero no alcanzó a sistematizarla.

Anteriormente a Kant nadie había dudado de que lo bueno (el Valor) pudiera ser conocido. Incluso se dudaba más de la posibilidad de conocimiento de los hechos (1), y de una ciencia de la naturaleza, que del conocimiento del Valor, pero Kant mostró cómo hechos y valores son conceptos sustancialmente diferentes.

También Nietzsche utiliza el término valor, dándose cuenta de la importancia del mismo.

Nietzsche interpretó las actitudes filosóficas, no como proposiciones del pensamiento, sino como la expresión de actos de "preferir" y "preterir" lo que sirvió para dar un gran impulso a aquello que más tarde se conocería en el pensamiento filosófico como la llamada Filosofía de los Valores.

Nietzsche se dio cuenta de la importancia del concepto del Valor, y aun cuando no llegó a un estudio y conocimiento sistemático del mismo, hablaba frecuentemente de los "Valores" y de la "Inversión" de los valores. De este modo se configuraba el Valor como fundamento de las concepciones del mundo y de la vida, las cuales consistían en la preferencia por un Valor más que en la preferencia por una

(1) Locke. Ensayo sobre el entendimiento humano.

realidad.

Vamos a pasar sin más preámbulo al estudio de aquellas corrientes filosóficas que más directamente nos han llevado al estado actual de la llamada Teoría de los Valores, pues otros rumbos del término Valor, si bien pudieran tener su interés, no servirían sino para desviarnos del objeto de nuestro estudio.

Comenzaremos por los intentos de construir una filosofía de los valores que tuvieron su origen y posterior desarrollo en el pensamiento centroeuropeo y que constituyen, sin ningún lugar a dudas, la base para cualquier tratamiento posterior del campo Axiológico.

La Teoría de los Valores empieza a cobrar sentido gracias a tres escuelas diferentes (1) mejor dicho, ~~a~~ tres grupos filosóficos como son: Brentano y su escuela por un lado, Dilthey y su escuela por otro, y como línea más importante la que arranca de Lotze y entronca con el pensamiento Kantiano en la escuela de Baden, de donde se derivan las ideas fundamentales de Max Scheler y de Nicolai Hartman.

Pues bien, cuando estas tres escuelas tratan de construir una llamada filosofía de los valores, puede de-

(1) Para no alejarnos de la línea de pensamiento más importante, no se consideran escuelas de menor importancia o cuya trascendencia en el pensamiento posterior ha evolucionado hacia otros campos del saber filosófico, despreocupándose por la problemática del valor.

1

122

cirse que estamos en el camino hacia la consideración del valor como algo subjetivo, y por ende diferenciado y susceptible de un tratamiento específico y sistemático.

Sin más prolegómenos vamos a referirnos brevemente, dada la naturaleza de nuestro trabajo, a estas tres escuelas.

BRENTANO Y SU ESCUELA.

Franz Brentano (1838-1917) es el encabezador y principal exponente de una línea de pensamiento filosófico que puede encuadrarse entre las modernas escuelas, que suponen la vuelta hacia el objeto como problema clave de su estudio.

Franz Brentano puede ser considerado como un lógico y su pensamiento enlaza con Aristóteles y Leibnitz.

Con referencia al objeto de nuestro estudio -el Valor-, el problema del mismo es analizado en base a reflexiones sobre los actos de preferencia y repugnancia. Se trata de un estudio basado en el comportamiento y con un cierto componente de subjetividad.

DILTHEY Y LA CONCEPCION DEL UNIVERSO.

Wilhen Dilthey (1833-1912) (1) destacado histori-

(1) Dilthey W. Introducción a las Ciencias del Espíritu.
Revista de Occidente, Madrid, 1966.

cista y fundador de la gnoseología de las ciencias del espíritu, puede ser un digno representante de otra línea de pensamiento que se planteó en el siglo pasado el problema del conocimiento del fenómeno del valor.

Estos autores han tratado el fenómeno del valor dentro de un análisis de las concepciones del mundo.

LA ESCUELA DE BADEN Y SUS CONSECUENCIAS

La escuela de Baden o escuela alemana suboccidental es una línea de pensamiento neokantiana que se orienta hacia la llamada Teoría de los Valores, si bien sus principales exponentes como son sin duda alguna Wilhelm Windelband (1848-1945) y Heinrich Rickert (1863-1936) equivocaron, a juicio de autores como Ortega y Gasset o Robert S. Hartman (1), la idea del valor. Por otro lado la idea por ellos denominada Filosofía de los Valores tiene poco que ver con lo que se llama Teoría de los Valores, en base a la cual desarrollaremos posteriores enunciados.

Esta escuela tiene el gran valor de haber sido precursora de otras líneas de pensamiento como la fenomenológica (Scheler) y la que podríamos denominar fenomenológico-ontológica de Nicolai Hartman, que enlazando en el pensamiento kantiano y en el de Lotze han marcado un mito fundamental en la evolución de la llamada ética de los valores y han dado origen a toda la línea de pensamiento de los mo

(1) Hartman, Robert. "El conocimiento del bien", Fondo de Cultura Económica, México, 1.959.

dermos fenomenólogos.

Vamos ahora a analizar más exhaustivamente estas escuelas, que junto con la inglesa del utilitarismo, que más adelante veremos, son las expresiones más claras y concretas del problema del valor en la historia de la Filosofía.

Trataremos de esbozar en una breve recensión los aspectos más importantes de la llamada Filosofía de los Valores o Teoría de los Valores y de la Ética de los Valores.

LA FILOSOFÍA DE LOS VALORES, LA ÉTICA DE LOS VALORES Y LA AXIOLOGÍA.

La moderna Filosofía de los Valores a la manera como la concibe su más claro exponente: Max Scheler (1874-1928) (1); distingue claramente entre valor y bien, perteneciendo, en esta línea de pensamiento, los bienes al orden del ser, y por el contrario, mostrando los valores un reino propio y diferente, un reino de "suprema independencia" con relación al mundo del ser.

Se trata de superar el relativismo histórico por la vía de escrutar las características de un llamado "reino del deber ser, con existencia paralela e independiente del "reino del ser".

(1) Llambias Acevedo, Juan, Ed. Nova, Buenos Aires, 1.965.

En esta línea de pensamiento se ven claras concordancias con las ideas valorales de Platón y así lo ha expresado Nicolai Hartman. Puesto que de esta manera los valores son ideas supramundanas, fuera del mundo fáctico que solo el hombre, volitivamente introduce en lo real; a esta idea suele denominársela "idealismo Valoral" frente al llamado "realismo Valoral", que supera la indicada separación entre los valores y el ser.

La ética de los valores o corriente de pensamiento ético que ve en el valor un problema esencial puede dividirse en dos líneas de pensamiento claramente diferenciadas y a las cuales ya hemos hecho referencia. Por un lado estaría la dirección Neokantiana de la escuela de Baden (Windelband y Rickert) mientras que por otro lado tendríamos la dirección Fenomenológica, representada por Scheler y Hartman.

La primera de estas escuelas se limitó a concebir el valor como el elemento universal formal, clave para entender la concepción del mundo y que era identificable con el "deber" como algo diferente del "ser".

La segunda línea de pensamiento (la fenomenológica) ve el valor como algo apriorístico y de contenido multiforme, estando por otra parte sustancialmente separado del ser. Pero no lo hace coincidir con el deber ser, sino que entiende que el valor da contenido al deber (ética material de los valores).

Es importante asimismo el notar que los fenómenó-

logos no identifican Valor con Valor moral, ya que consideran a este último como un valor fáctico, al que el hombre da preferencia en determinadas circunstancias, por su más alto nivel axiológico o por otros motivos.

Scheler predica el carácter absoluto de los valores y lo funda en su "definitiva independencia" respecto al ser. Debido a su separación del ser los valores no pueden ser conocidos por el entendimiento, sino solo aprehendidos de manera intuitivo-emocional por el "sentimiento intencional" que dirigido a los valores como su objeto, se distingue del sentimiento meramente subjetivo.

Esta línea de ideas coincide en algún modo con la idea de "amor justo" de Brentano y con la "presentación emocional" de Meinong, y se encuentra su continuación en las ideas del postkantiano Nicolai Hartman.

Queda claramente patente el alejamiento de esta corriente de pensamiento acerca de los valores, de otras líneas filosóficas como las teorías psicológicas, que se acercan más al campo de la subjetividad al considerar el valor como algo subjetivo.

Hemos podido ir observando como el problema del valor está patente en la mayoría de las corrientes filosóficas, desde los clásicos hasta nuestros días, por lo que una historia del valor pudiera identificarse con una historia de toda la Filosofía.

Pero al habernos centrado en una historia de la

Teoría de los valores, solo debemos recoger aquellas corrientes filosóficas que se han ocupado del tema en los últimos tiempos; ya que en otro caso, corremos el grave riesgo de atribuir una teoría formal de los valores a determinadas tendencias más o menos explicitadas, que nunca tuvieron esas pretensiones y esto máximo cuando nos empeñamos (en la línea de los fenomenólogos) en distinguir una teoría pura de los valores de cualquier sistema de preferencias estimativas.

La Teoría pura de los valores o Axiología pura es como expuso Max Scheler un intento de construcción paralela a la Lógica pura.

La Axiología pura trata de los valores en cuanto tales, como "entidades objetivas" como cualidades irrealles, y cuya irrealidad es parecida a la del objeto ideal pero diferente de éste. La irrealidad de los valores procede de su falta de corporalidad pero se diferencia de los objetos irrealles (que tampoco son corporales) en que éstos últimos pertenecen a la esfera del ser a diferencia de los valores. Además los valores se perciben de un modo no intelectual (lo cual sirve para diferenciarlos también de los llamados objetos ideales).

En este orden de ideas hay que situar la moderna teoría de los valores, centrando sus debates en el carácter absoluto o relativo de los valores, como algo perceptible y reducible a la valoración que los objetos hacen de ello, o por el contrario elevándolos a una categoría supe

rior, a una esfera ontológica y aún metafísica, en la que el valor se convierte en algo independiente.

Esto ha dado lugar a que Scheler hablara de tres líneas de pensamiento o tres concepciones diferentes del valor como son:

1º. El pensamiento que con base en Platón ha considerado el valor como algo absolutamente independiente de las cosas.

2º. El nominalismo ético de los valores, para el cual el valor es relativo al hombre o a cualquier portador de valores y se funda por lo tanto en la subjetividad.

3º. Y por último lo que Scheler denomina "Teoría de la apreciación" que coincide con el nominalismo en la negación de la independencia de los valores pero que se diferencia de aquél, en la afirmación de que el valor que se encuentra en las cosas no es algo que esté puesto en ellas por sí mismo, sino que el valor se determina por aquella apreciación.

La ventaja más importante de lo expuesto en páginas anteriores, con respecto a la ética de los valores, y en relación con otras corrientes filosóficas, tales como el positivismo moral, radica en que esta nueva línea de pensamiento ha sabido defender explícitamente la objetividad del valor moral. De esta forma la ética fenomenológica de los valores se nos presenta como superior a la ética

formal en cuanto que destaca la prioridad del contenido del valor sobre el "deber" puramente formal.

Los defectos más importantes de la ética fenomenológica de los valores, radican en que no llega a superar la escisión entre Ser y Valor debido en gran medida a que no ha sido capaz de superar la concepción positivista del ser al que entiende como una actividad.

El "sentimiento intencional" de Scheler del que ya hemos hablado, no era quizás una magnitud elemental y última, a la manera de como lo consideraba su autor, sino una estructura más o menos compleja que enlaza el conocimiento y la actividad emocional.

Otro problema a considerar sería si la ley moral puede explicarse única y exclusivamente a partir de los valores objetivos, tal como los concibe la fenomenología.

EL UTILITARISMO

Frente a la corriente de pensamiento alemán que hemos tratado de exponer esquemáticamente en las páginas precedentes, vamos ahora a recoger todo un cuerpo de doctrinas filosóficas inglesas (especialmente con relación a la Política y a la Economía) que se iniciaron con Bentham y Stuart Mill y que enlazan con la vieja idea de la escuela del empirismo.

La palabra utilitarismo fue empleada por primera

vez por Jeremy Bentham (1748-1832) en un texto escrito hacia 1780 y publicado póstumamente. Pero John Stuart Mill (1806-1873) afirmaba en sus escritos ser el inventor del término, el cual aplicó al campo de la Economía.

Hoy en día el contenido del vocablo es más amplio y bajo esta denominación se engloban las ideas de autores como Hume (autor muy anterior a Bentham) o G.E. Moore, que nada tuvo que ver con la economía ni siquiera con la ciencia política.

Dicho de una manera general el término utilitarismo sirve para designar una corriente de pensamiento según la cual el valor supremo es el de la utilidad; se equipara así la idea de lo valioso con la de útil.

El utilitarismo puede concebirse como una tendencia práctica o como una elaboración teórica, o también como ambas cosas al mismo tiempo. Como tendencia práctica, puede ser el resultado del instinto, como elaboración teórica puede ser el resultado de la justificación intelectual de una previa actuación utilitaria, o la consecuencia de una pura teorización sobre los conceptos fundamentales éticos y axiológicos. También se da el caso de combinar estas dos concepciones (como elaboración teórica y como actitud práctica) siendo esto lo usual en las filosofías de tipo utilitarista.

El utilitarismo inglés ha sido también denominado "radicalismo filosófico" y buena parte de sus ideas apare

cieron en la revista "Westminster Review" fundada por Bentham en 1824.

Las ideas de Bentham tienen un precursor en Helvecio quien consideraba que la existencia del hombre estaba dominada por dos impulsos antagónicos como eran el deseo de la felicidad y la evitación del dolor, y ello hasta tal punto que la sociedad debía regirse por estos dos principios.

Todos los utilitaristas coinciden en que el objetivo de toda moral debe ser, como en los éticos clásicos, la felicidad o utilidad; entendiéndose por la cual el aumento del placer y la disminución del dolor. Pero mientras Bentham determina este aumento o disminución del placer de un modo puramente cuantitativo John Stuart Mill hace hincapié en el carácter cualitativo de las afecciones pues unas especies de placer son más deseables que otras.

Todo esto permite establecer una jerarquía de placeres (así por ejemplo, dando primacía a los placeres intelectuales y afectivos sobre los placeres puramente sensibles) y diferenciando de esta forma al utilitarismo del hedonismo vulgar.

Cuestión fundamental dentro del tema que nos ocupa es la determinación de la naturaleza de lo bueno. Sobre este punto los utilitaristas han discrepado y vamos por tanto a exponer sus variados planteamientos.

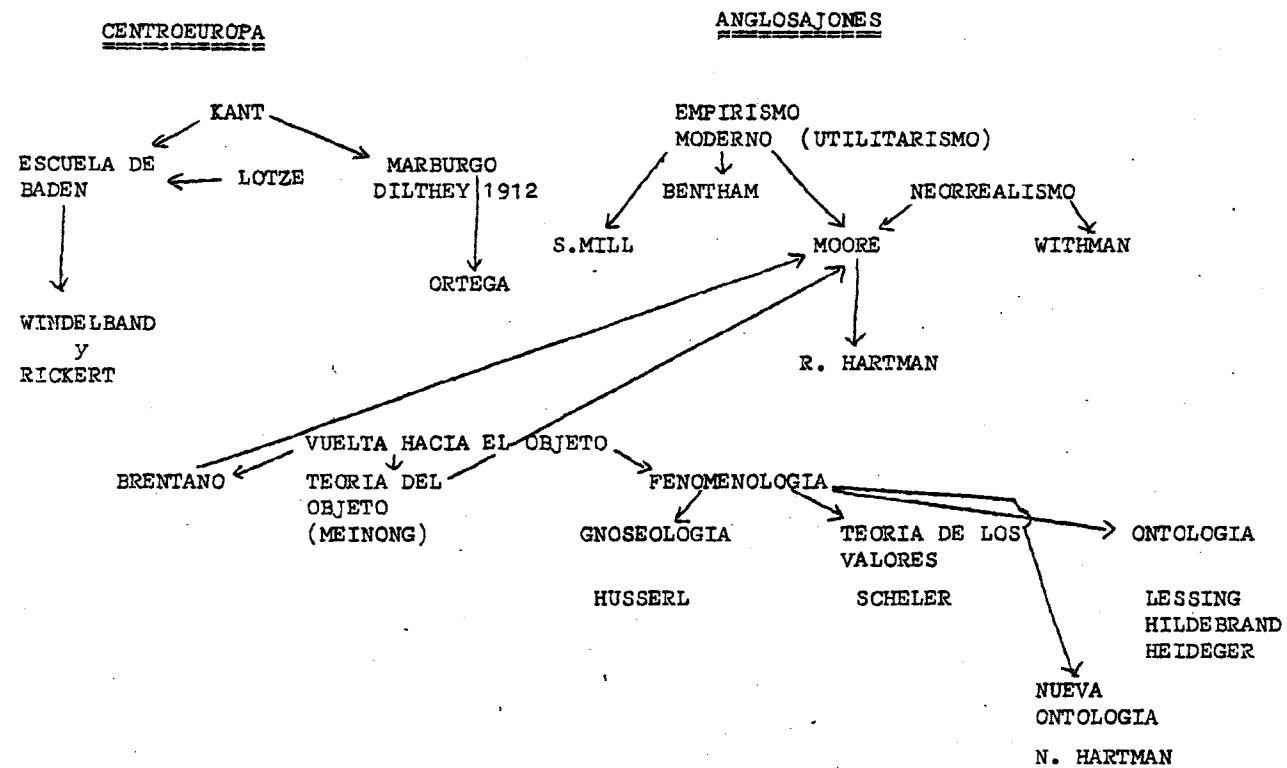
Para Jeremy Bentham la respuesta es sencilla y clara

ra "sólo el placer es bueno" y "sólo el dolor es malo". Cualquier cosa que proporcione una cantidad mayor de placer que de dolor debe ser preferida a otra que proporcione una cantidad menor. Bentham elaboró un complicado sistema para medir el placer y el dolor. Stuart Mill contribuyó al desarrollo de las ideas Benthamitas, al afirmar que la bondad estriba sólo en la felicidad y ésta se puede definir como el placer y la ausencia del dolor; pero añadió un elemento más, como es la naturaleza cualitativa (no solo cuantitativa de los placeres).

G.E. Moore (1789) a quien se considera dentro de esta corriente, y de quien nos ocuparemos más adelante, afirma que no hay una respuesta única a esta cuestión de la bondad. Dice este autor que hay varias cosas, entre las que desde luego se encuentra el placer que son buenas en sí y que tenemos el deber de fomentar. Moore habla también del amor, de la belleza, y del conocimiento. Establece este autor una jerarquía al afirmar por ejemplo, que una cosa que sea placentera y bella será superior a algo que solamente sea placentero o bello en el mismo grado de la anterior.

Moore puede considerarse como un Neorrealista más que como un utilitarista, ya que sus características principales no coinciden con las del utilitarismo de Bentham y los Mill (James y John Stuart).

George Edward Moore (1873-1958) es el fundador del Neorrealismo, como doctrina opuesta al Neoidealismo, basa



da en la gnoseología, y con importantes influencias procedentes del campo de las Ciencias Naturales (en especial de la Matemática y la Física).

La importancia de Moore radica en que, influido por los empiristas clásicos ingleses (como Shafthesbury (1) y Hume (2)) entronca su pensamiento con las ideas de la llamada vuelta hacia el objeto alemana (fenomenólogos, etc.) siendo muy influido también por Franz Brentano y M. Meinong(3). Y su tratado *Principia Ethica* (Cambridge 1.929) supuso el punto de partida para muchos modernos fenomenólogos.

Nos hemos planteado hasta aquí las distintas corrientes de pensamiento que a lo largo de la historia de la filosofía se han preocupado por el fenómeno del valor. Vamos ahora -tras exponer en forma sinóptica un cuadro que refleje los diferentes autores más importantes con referencia a este tema- a tratar de exponer las notas o atributos que con más frecuencia han sido evidenciados por los diferentes autores con respecto al fenómeno del valor.

-
- (1) Shafthesbury (1671-1713). Suponía este autor que es bueno o valioso lo que sirve a la armonía de la personalidad y lo fundamentaba en la experiencia interna. Puede encuadrarse dentro de la Filosofía moral inglesa.
 - (2) David Hume (1711-1716) es uno de los últimos ilustrados ingleses cuyas ideas descansan en el empirismo y en el excepticismo. Se le ha considerado como el precursor (o por otros como el primero) de los utilitaristas debido a su afirmación de que lo bueno moralmente es lo verdaderamente útil.
 - (3) A. Meinong (1853-1921) se caracteriza por su teoría de los objetos en cuanto tales, prescindiendo de su existencia o no existencia.

La primera nota que hay que atribuir al término valor es el VALER.

En la clasificación que los autores de la llamada teoría de los valores realizan de los objetos, hay algunos como el valor que se diferencian de otros, como son los objetos reales y los ideales por la no inferencia de los mismos; de estos objetos (valores) se dice en expresión de Lotze que no "son" sino que "valen". De esta forma se establece como característica del valor la de "ser valiente" y no "ser ente" o ser válido.

De esta manera podemos decir que la bondad, el placer, la belleza o la santidad no son cosas reales pero tampoco lo son ideales.

Así como los objetos reales tienen una existencia temporal, causal y existen en el espacio, los objetos ideales son intemporales lo mismo que los valores, pero éstos se diferencian de aquellos en que su forma de realidad no es la idealidad sino que está constituida y determinada por la cualidad de lo valioso.

Algunos autores como Louis Lavell han querido ver en esta definición del valor como forma sustantiva del mismo (valor es lo que vale), no una sustitución sino una profundización en la metafísica.

La segunda nota que no siempre acompaña al concepto de valor es la de OBJETIVIDAD.

Los valores son objetivos y no dependen de preferencias individuales sino que mantienen sus características más allá de toda apreciación y valorización.

Entran, con respecto a este punto, en contradicción las teorías absolutista y relativista de los valores, pues mientras que para la primera, el valor es el fundamento de los actos, (siendo por tanto independiente de ellos), para la segunda los actos de agrado o de desagrado son el fundamento de los valores. Mientras para unos lo deseable es lo valioso, para los otros (los relativistas) el valor es lo deseable.

Una posición intermedia es la que considera que si bien los valores o mejor dicho la región ontológica del valor no es un sistema de preferencias subjetivas a las cuáles se da el título de "cosas preferibles"; tampoco constituye una región metafísica de seres absolutamente trascendentes.

Mas adelante con relación a la economía profundizaremos en el sentido de la objetividad en referencia al concepto de valor.

En tercer lugar hay que proclamar la NO INDEPENDENCIA de los valores; pero teniendo buen cuidado de entender ésta no como una subordinación del valor a instancias ajenas, sino como una no independencia ontológica; en el sentido de que los valores hacen siempre referencia al ser y son expresados como predicados de éste.

También cabe hablar de una POLARIDAD de los valores pues éstos se nos presentan normalmente polarizados ya que al no ser indiferentes (como otras realidades) son susceptibles de términos positivos y negativos (o disvalores) así frente a la bondad está la maldad o frente a la fealdad se encuentra la belleza.

No quiere decir esto que el que los valores sean polares represente una dicotomía, pues si bien esto puede ocurrir a veces, la realidad nos enseña como los valores pueden ser susceptibles de grado, así por ejemplo cabe hablar de más o menos bueno sin que el menor grado de bondad implique la maldad.

Otra característica de los valores es su CUALIDAD ya que éstos son independientes de la cantidad y no pueden por tanto establecerse relaciones cuantitativas de cosas valiosas. La característica de los valores es la "cualidad pura".

Por último diremos que los valores no sólo no son indiferentes en cuanto a su polaridad, sino también con relación a otras especiales o clases de valores por lo que son susceptibles de una JERARQUIA de valores.

Hay que señalar que estas notas que hemos destacado como características generalmente atribuibles a los valores, corresponden o entran dentro del campo de la llamada AXIOLOGIA FORMAL, que se limita a declarar las notas determinantes de la realidad estimativa o de los valores.

Por el contrario la Axiología material se adentra en el fenómeno del valor y trata de estudiar los problemas concretos del mismo, sus especies o clases, su jerarquía, su clasificación, etc... (1).

Es obvio que en función de que adoptemos una óptica objetivista o subjetivista con respecto al estudio del valor la axiología material que resulte dará soluciones diferentes al problema del valor.

A la vista de lo expuesto puede afirmarse que al campo del valor pertenecen tanto el Valor como el No Valor, así como la clasificación y jerarquización de todos los valores.

El valor descansa en el orden del ser y del obrar, en relación con aquél, por lo que el valor pese a tener existencia independiente y diferenciada del ser se encuentra en profunda relación con él.

LA CLASIFICACION DE LOS VALORES

La clasificación de los valores es cuestión clave tanto para la definición de las especies de valores como para su jerarquización.

Es normal el dividir los valores en tres especies o esferas diferentes como son los valores lógicos, los va

(1) Esto lo veremos en apartados posteriores.

lores éticos y los valores estéticos.

Münsterberg en base a las tres mencionadas especies de valores, estableció una tabla de valores en la que distinguía entre dos orígenes diferentes del valor (el es pontáneo y el consciente). Fundamenta este autor el conjunto de los valores en la existencia de un reino metafísico absoluto.

Rickert por su parte completó el esquema de Münsterberg agregándole nuevos valores a los que él denominó místicos, eróticos y religiosos.

La clasificación propuesta por el más importante de los fenomenólogos (Max Scheler) es diferente a la expuesta en los párrafos anteriores, dividiendo este autor los valores, en superiores e inferiores. Entre los valores inferiores se encuentran los pertenecientes a la escala de lo agradable y lo desagradable. Los valores superiores son los religiosos en primer lugar, seguidos de los valores espirituales (por ejemplo, lo bello), y por último los valores vitales.

Cada una de estas especies supone una serie de subespecies de valores subordinadas.

Nicolai Hartman elaboró una tabla de valores en la que dividía a éstos en cinco especies diferentes como son los valores bienes (instrumentales), los valores de placer (agrado y desagrado), los valores morales (como lo

bueno y lo malo), los valores estéticos (como lo bello y lo feo), y los valores del conocimiento (como son lo verdadero y lo falso). Las tres últimas especies constituyen lo que Hartman denominó valores espirituales.

Suele distinguirse normalmente entre el valor por razón de sí mismo y el valor por razón del gozo (o valor deleitable). Junto a ellos se encuentra el llamado valor por razón de la utilidad. El primero de ellos es pretendido por sí mismo, no así los otros dos, ya que el valor deleitable irradia valor por razón de sí, puesto que atrae hacia éste y fluye de su posesión beatificante; y el valor útil está al servicio del valor por razón de sí como medio para un fin.

Atendiendo al contenido, el valor por razón de sí, muestra los siguientes grados, (1) valores económicos, valores vitales, valores espirituales y valores religiosos, siendo su jerarquización (en este mismo orden) de menor a mayor.

(1) En opinión de LOTZE.

INTENTO DE CONSTRUCCION DE UNA AXIOLOGIA ANALITICA

- 1.- INTRODUCCION.
- 2.- LA AXIOLOGIA CIENTIFICA.
- 3.- EL VALOR Y EL VALORADOR.
- 4.- EL VALOR Y LA CIENCIA.
- 5.- LAS FALACIAS AXIOLOGICAS.
- 6.- EL ANALISIS DEL VALOR.
- 7.- LA APLICACION DEL VALOR.
- 8.- LAS APLICACIONES DEL VALOR EXTRINSECO.
- 9.- LA FORMALIZACION DEL VALOR.
 - a) IRREALIDAD DE LOS VALORES.
 - b) REALIDAD SITUACIONAL Y FORMAL DE LOS VALORES.
- 10.- LOS VALORES Y SU APLICACION AL CAMPO ECONOMICO.

Hemos expuesto hasta aquí, una breve descripción del amplio abanico de posiciones que con respecto al valor se han producido a lo largo de la historia del pensamiento.

Ha sido necesario centrarse en el último siglo; toda vez que con anterioridad, si bien el término valor (aunque no bajo este nombre) había sido utilizado, no había sido definido con precisión.

Por el motivo expuesto en el párrafo anterior, ha sido por lo que nos hemos concretado básicamente a aquellas escuelas y autores que han tratado de construir una axiología o filosofía de los valores.

Hemos visto como las líneas más relevantes del pensamiento filosófico en orden a este fenómeno pueden concretarse en dos, a saber:

En primer lugar la línea centroeuropea que entroncando con Kant y Lotze tiene sus más claros exponentes en la escuela de Baden y posteriormente en los fenomenólogos como Max Scheler y Nicolai Hartman.

Por otra parte está la corriente de pensamiento inglesa que vuelve hacia el Empirismo (abandonado por Reid) y a la que se denomina Utilitarismo, por equiparar lo valioso con lo útil. Hay que citar en esta corriente

de pensamiento a Hume, Bentham, James y John Stuart Mill y a George E. Moore.

Pues bien una vez establecido el panorama histórico, con su amplio abanico de teorías, vamos a dar un paso más. Tras el corte horizontal que hemos dado al pensamiento filosófico, al centrarnos en los axiológos o en la ética de los valores, vamos ahora a dar un corte vertical a dicho pensamiento, al tratar de acercarnos al fenómeno del valor a través de una axiología material, de una axiología analítica.

Hasta aquí hemos ido predicando una serie de características del valor como tal, pero siempre de un modo general y poco operativo. Nos hemos estado refiriendo casi siempre a una axiología formal. Vamos ahora a tratar de desarrollar algunas de las ideas vertidas en los apartados anteriores en orden a una mayor comprensión del fenómeno del valor sobre todo cara a sus posibilidades de aplicación práctica.

Hemos escogido para nuestro estudio las ideas de un fenomenólogo de gran talla como es Robert S. Hartman, por ser uno de los autores que más han escrito sobre el desarrollo práctico de una axiología analítica.

Por otra parte el pensamiento de este autor enlaza con el de Moore; quien es considerado el padre de la moderna fenomenología, y esto unido a la amplia documentación que sobre el tema aporta, convierte su obra en una de

las más claras y relevantes en orden a la construcción de una Ciencia del Valor.

Antes de comenzar esta exposición es preciso advertir que lo que a continuación se va a desarrollar, se hace con el fin único y exclusivo de exponer las ideas existentes en este campo, y que no tienen porque suponer que el autor de este trabajo esté de acuerdo con la línea de pensamiento que se va a exponer. El autor de este trabajo observa que la teoría axiológica que a continuación se va a exponer si bien le parece seria y documentada, mereciéndole gran consideración; no por eso le lleva a ignorar que el intento de construir una Ciencia del valor paralela a la Ciencia natural llevando la axiología analítica a sus últimas consecuencias, ha sido abandonada como objeto de estudio por gran parte de los fenomenólogos, que a partir de Max Scheler, se limitan a la construcción de una axiología meramente formal.

No obstante y dado que para poder juzgar algo es preciso conocer; y el estar convencido de que, sino toda la construcción, si al menos una buena parte de ella, es aprovechable para el fin que nos ocupa, nos ha llevado a tratar de penetrar en el campo de la axiología analítica.

Digamos por último que otro de los argumentos que más nos ha movido a desarrollar un intento de axiología analítica en este trabajo (sobre todo a la elección del modelo de Hartman) radica en la gran coincidencia de pensa-

miento de este autor con José Ortega y Gasset (procedente la escuela Neokantiana de Marburgo).

LA AXIOLOGIA CIENTIFICA (un intento de aplicación de la ciencia del valor a las ciencias específicas).

Comenzaremos por hablar del valor como objetivo científico, esto es vamos a tratar de situar el problema del valor dentro del marco axiológico, para, a partir de ese punto construir una Ciencia del Valor.

La situación histórica que vivimos puede calificarse, sin ningún lugar a dudas, como una situación moral. Es quizá nuestra era la primera que ha sentido la existencia de un vacío moral en sus planteamientos; la primera que siente una falta de conocimiento de tipo moral y de principios éticos que la rijan.

Sufrimos un tremendo desequilibrio entre nuestra situación moral y nuestra situación intelectual. Esto es debido a que mientras la Filosofía Natural ha experimentado importantes avances, sobre todo a partir de la aplicación de importantes métodos (como el matemático), habiendo dado lugar a una robusta y grandiosa construcción como son las Ciencias de la Naturaleza; la Filosofía moral no ha sido capaz de evolucionar paralelamente, por lo que se ha producido un desfase entre las dos Filosofías (moral y natural).

La raíz de esta diferencia entre la Filosofía mo-

ral y la Filosofía natural radica, en opinión de los Axiólogos analíticos, en que los filósofos de la naturaleza de la época del renacimiento (Kepler, Galileo, Newton, Descartes, Leibnitz, etc. ...) fueron capaces de descubrir en el método matemático un instrumento de análisis matemático, que les permitió llegar a construcciones más o menos perfectas. No ocurrió lo mismo en el campo de la Filosofía Moral por lo que se produjo un desfase de ésta con respecto a aquella.

La Filosofía ha reconocido desde hace algún tiempo que para alcanzar un cierto progreso en el campo moral es preciso un análisis sistemático, similar al que se realiza en el campo de las llamadas Ciencias Naturales; que al ser aplicado al campo moral ponga un cierto orden en el presente caos de las disciplinas morales.

Del mismo modo que los filósofos de la naturaleza desarrollaron las matemáticas como un instrumento para entender la naturaleza, los filósofos de la moral han tratado de desarrollar otros instrumentos similares, que tuvieran aplicación al campo de la moral. A este elemento lo han denominado "Axiología" o Teoría del Valor (del griego AXIOS = VALIOSO).

Como ya hemos visto en apartados anteriores esta preocupación por el fenómeno del valor es relativamente reciente, ya que anteriormente a Kant nadie se preocupó por el significado del valor y la distinción entre Filosofía Natural y Filosofía Moral apenas si era conocida.

Los filósofos que a partir del Renacimiento construyeron la Ciencia Natural (o las Ciencias Naturales) lo hicieron básicamente a través de dos medios.

En primer lugar, desarrollaron un instrumento intelectual (la matemática) que sirviera de guía en sus investigaciones y que permitiese apoyar lógicamente sus teorías.

En segundo lugar, elaboraron unos marcos de referencia para cada parcela del saber científico y fijaron límites a la investigación en cada campo concreto (si bien hoy en día esos límites empiezan a presentárenos como vagos y muy poco operativos).

Pues bien, si al igual que se ha construido una Ciencia Natural tratamos de elaborar una Ciencia Moral tendremos previamente que concebir una superestructura, que signifique para el campo moral lo que la Matemática ha significado y significa para las Ciencias Naturales.

Esto lo han intentado los filósofos por dos vías distintas que consisten en usar el método matemático o en crear un método propio.

La primera vía la comenzaron los propios fundadores de la Ciencia Natural y así Descartes proponía la creación de una Ciencia Moral, semejante a la Ciencia Natural, y que al igual que ella, se basase en la Lógica (mathesis Universalis).

Esta misma línea de pensamiento fue mantenida por Leibnitz y por Espinoza quien en su obra "Ethica ordinatae geometrico demonstrata" aplicó el método geométrico a la totalidad de la Etica. También los empiristas ingleses (Locke, Berkeley y Hume) siguieron este complicado camino.

Pero todos estos intentos de uso analógico del método matemático en los asuntos morales han concluido siempre en el fracaso, debido a que el mundo del valor, es de tal naturaleza, que no le son aplicables los métodos matemáticos y empíricos.

Dice Robert Hartman que el intento de aplicar métodos de las Ciencias Naturales a la Etica, hace que ésta escape de nuestras manos, convirtiéndose en Psicología o en Sociología.

Esta línea -la de la naturaleza autónoma de la Etica- fue ya intuita por Platón, pero tuvo que transcurrir mucho tiempo aún, hasta que Immanuel Kant estableciera la tradición no naturalista.

Como ya expusimos, Kant entendía los fenómenos del valor como algo diferente de los hechos. Pero es claro que los hombres valoramos y que emitimos juicios de valor, que obviamente deben tener alguna significación.

Entramos aquí en el problema clave en cuanto a la definición del valor. ¿Qué significación tienen los jui-

cios de valor?, ¿Existe un reino de valores?, o por el contrario éstos no se refieren a nada, y en este caso caben dos posibilidades a saber:

Puede ocurrir que los valores no se refieran a nada, que sean simples manifestaciones de la gente, manifestaciones que las personas emiten para expresar las sensaciones de agrado o desagrado que perciben. Si aceptamos esta idea habría que admitir que los valores pertenecerían más al campo de la Psicología que al de la Filosofía.

O puede también entenderse que son una clase de proposiciones no referenciales como le sucede por ejemplo a las proposiciones de la Matemática o de la Lógica, las cuales si bien no se refieren a nada en concreto, son aplicables a todo, tal y como lo suponían Platón y Locke.

La primera tesis, la de la existencia de un reino ontológico de valores es la predominante en la Europa Continental, Asia e Hispanoamérica.

La tesis de que los juicios de valor son meras manifestaciones Psicológicas o situaciones ha sido defendida en Inglaterra y Estados Unidos.

Y por último la idea de una validez universal y formal de los juicios de valor es defendida por algunos pensadores de Europa y América.

La razón de esta variedad de opiniones radica en

el desconocimiento sobre lo que el valor es realmente.

El problema fundamental en orden a la construcción de una Ciencia moral estriba en que no poseemos un sistema, en el que los juicios de valor encuentren su sitio, al igual que ocurre con los juicios matemáticos dentro de la Matemática. Y donde no hay un sistema de referencia es claro que existe una gran confusión.

Ante un problema como el que se nos presenta existen tres posibles soluciones como son:

Puedo suponer en primer lugar que el valor es algo inexistente, con lo que el problema queda zanjado. Ya no será necesario investigar en qué consiste si parto de que no existe.

También puedo afirmar que el valor existe como tal, lo cual me llevaría a su búsqueda y desciframiento.

Existe por último una posición ecléctica o intermedia que consiste en afirmar que el valor existe, pero que es preciso hacer ciertas matizaciones a esta afirmación (existe el valor pero....).

A la primera posición se le denomina posición incognoscivista, a la segunda cognoscivista y a la tercera semicognoscivista.

Los últimos, los semicognoscivistas enfocan el pro

blema, centrándolo en 5 proposiciones que sistemáticamente son megadas -cada una de ellas- por determinadas escuelas axiológicas. Estos 5 principios son los siguientes:

- 1º. El valor existe.
- 2º. El valor puede conocerse.
- 3º. El conocimiento axiológico consiste en la sistematización.
- 4º. La sistematización se basa en formulaciones axiomáticas y en una extensión deductiva de la ciencia de la experiencia axiológica.
- 5º. El sistema axiológico se demuestra por el alcance de su aplicabilidad al mundo de los valores.

Se entiende así la Teoría de los Valores de forma análoga a una ciencia que a partir de un mínimo de suposiciones axiomáticas, deriva una multitud de conclusiones en un patrón multiforme, multivariado, sistemático y congruente.

La teoría del valor puede concebirse de esta forma, como un patrón isomorfo con la esfera de los valores.

La estructura del valor es la estructura de este patrón, al que nos hemos referido, el cual es pertinente, y sirve a efectos de explicar esta esfera (la del valor).

Estamos presuponiendo, a la vista de lo expuesto en párrafos anteriores, el que existan fenómenos del va-

lor, y el que éstos formen un orden. Estamos suponiendo también que este orden puede ser reflejado en una estructura de tipo teórico. Pues bien a esta estructura es a la que denominaremos Teoría del Valor o Axiología.

El valor se nos presenta en base a este esquema a tres niveles diferentes del conocimiento.

En primer lugar tenemos el valor del factor axiológico, al que denominaremos valor formal o simplemente el "valor".

A un segundo nivel estaría la esfera del valor, donde nos encontramos con el fenómeno del valor, al cual denominaremos de ahora en adelante "valor fenoménico".

Y como resultado de la combinación de ambos valores (formal y fenoménico) tendríamos el "valor axiológico" que junto con los otros dos, constituye la llamada Teoría del Valor.

EL VALOR Y EL VALORADOR

Un problema vital a la hora de formular una teoría científica acerca del valor, es la consideración de hasta qué punto la actitud del valorador influye en el valor y si éste (el valor) es independiente de la persona que valora, o bien por el contrario depende en gran medida de sus preferencias, deseos, etc....

Los teóricos del valor han considerado desde siem

pre que su situación en relación con el campo, objeto de su estudio, guarda unas analogías con la misión del psicólogo o con la del científico natural (por ejemplo, con la del botánico); y en lugar de ser consecuentes con el grave peligro que entraña el identificarse con el objeto de la disciplina, hasta tal punto de perder su objetividad racional, han hecho de tal pérdida de objetividad un intento de actividad axiológica que vagamente puede identificarse con una teoría que pretende ser científica.

Hasta ahora, en realidad no se ha realizado ninguna investigación sistemática de la relación entre el teórico del valor y el objeto de su disciplina (esto es, el valor). Esta relación ha permanecido muy oscura y pocas veces definida (cuando se ha definido se ha hecho de forma vaga), y el peligro de perder la objetividad y consecuentemente la eficacia de la valoración, al verse envuelto el teórico del valor, en la valoración que trata de realizar, no ha sido frecuentemente, ni tan siquiera advertido.

Como resultado de todo esto, Valoración y su objeto (el Valor) y Teoría del valor y Valor han sido a menudo confundidos. Así los valoradores creen que ellos analizan el valor, y los teóricos del valor opinan que ellos son los que valoran; los filósofos creen que ellos deben de estar "envueltos" "comprometidos" con el objeto de su estudio, y los valoradores creen que ellos están "envueltos" y "comprometidos" y por tanto se atreven a filosofar sobre el objeto de su estudio.

De tal suerte la Filosofía y el Valor, el Valor y

la ideología, el Compromiso y la Racionalización, se encuentran hoy en día entremezclados de tal modo que las confusiones hacen estragos, y no sólo a nivel general, o sea de la Filosofía moral, sino también en las llamadas "Ciencias Sociales", tales como la Política o la Economía.

EL VALOR Y LA CIENCIA

Para construir una Ciencia Axiológica, hay que partir de la idea de que la Ciencia no es Ciencia natural ni Ciencia moral, sino que es solamente Ciencia.

La Ciencia (1) consiste en un método que nada tiene que ver con su contenido; siendo el objeto particular de cada Ciencia el que da a la Ciencia General un contenido específico y concreto.

La Ciencia en general puede concebirse como una pauta aplicada a un conjunto de objetos, la cual consiste en una estructura sistemática del pensamiento o en un sistema lógico-formal.

Parafraseando lo que Russell dijo acerca de la Lógica matemática puede concebirse la Lógica axiológica como... "todo trabajo que tiene por finalidad el análisis y la deducción de la ética, lo mismo que de las demás cien-

(1) Es preciso notar, que los conceptos aquí vertidos corresponden a la doctrina de R. Hartman. La cual es preciso describir para entender un intento de construir una ciencia axiológica aplicada. Por lo que no se entra en su valoración, defensa o refutación.

cias morales, mediante conceptos que pertenecen ostensiblemente a la lógica..."

Así como la pauta de las Ciencias Naturales es la construcción matemática a partir del número; igualmente puede decirse que la pauta de las Ciencias Morales es la Axiología material, la cual se construye a partir del concepto del Valor.

Siguiendo este razonamiento podemos afirmar que cualquier dato se convierte en objeto de una determinada Ciencia, al aplicarle la pauta de esa ciencia. Así por ejemplo un determinado hecho se convierte en objeto de la axiología al aplicarle la pauta del Valor (valorarle).

Como es lógico y natural existen pautas generales y pautas específicas para cada una de las Ciencias Naturales o axiológicas en particular..

El suponer que existe el valor al cual puede considerarse como una pauta para la construcción de una teoría o Ciencia axiológica implica dos consecuencias básicas:

La primera de ellas consiste en que a partir del valor es preciso construir toda una estructura científica, de lo cual hablaremos más adelante.

La segunda consecuencia es que si aceptamos la existencia de una Ciencia axiológica hay que negar todas las Ciencias morales tradicionales.

En el apartado siguiente se procede a esta crítica y negación de las ciencias morales clásicas, en base a lo que Hartman ha denominado las Falacias axiológicas.

LAS FALACIAS AXIOLOGICAS (Una crítica de las Ciencias morales tradicionales en orden al concepto del Valor)

Por lo que ha podido observarse en los apartados anteriores, la concepción de Ciencia que hemos elaborado implica que cada ciencia tiene su propia pauta específica y su propio grupo de acontecimientos, aunque éstos últimos pertenezcan ontológicamente a un único reino. De esta distinción entre las ciencias se deriva lo que denominaremos falacias axiológicas; las cuales no son sino confusiones, bien de las pautas, bien de los acontecimientos, o bien de ambos pertenecientes a ciencias diferentes.

Cuatro son las principales falacias o confusiones que han producido a lo largo de la historia del pensamiento filosófico y las vamos a denominar a efectos de aclaración de la siguiente manera:

- Falacia Metafísica.
- Falacia de las especies o naturalista.
- Falacia moral.
- Falacia del método.

Pues bien, a través de la explicación y consecuente crítica de estas falacias vamos a tratar de acercarnos un poco más a lo que el fenómeno del valor y la Axiología como Ciencia suponen.

La primera de las falacias, a la que hemos denominado falacia metafísica, consiste en confundir la pauta matemática con la pauta axiológica o lo que es lo mismo confundir el enfoque natural con el enfoque moral.

Esta falacia se manifiesta a lo largo de la historia del pensamiento filosófico de muy distintas maneras y como ejemplo de la misma pueden servir los argumentos morales que la Iglesia empleó contra un científico natural como era Galilego o bien los argumentos de tipo natural empleados por los ateos contra la Iglesia.

La segunda falacia, a la que llamaremos falacia de las especies o falacia naturalista, consiste en confundir las diferentes pautas específicas de las ciencias particulares.

Mientras que en las Ciencias naturales existe un criterio claro y definido, como es la matemática, que constituye la pauta general ordenadora de todas las demás ciencias específicas. No ocurre lo mismo en el campo moral, donde falta todavía tener un conocimiento general de las pautas axiológicas.

Es por esto habitual la confusión entre ciencias morales particulares. Así, por ejemplo, cuando se dice lo bueno es lo que place, estamos confundiendo Ética y Psicología; o cuando decimos bueno es lo que place a Dios, confundimos Ética y Teología. Para algunos autores el Marxismo por su parte confunde Ética y Economía y así podríamos citar multitud de ejemplos al respecto.

No solamente pueden confundirse las pautas generales o las pautas específicas sino que también pueden confundirse, dentro de un determinado campo, la pauta general con la pauta específica de una ciencia determinada.

A lo expuesto en el párrafo anterior se le denomina falacia moral, y si bien no es frecuente que se de en las Ciencias naturales (por ejemplo, confundir la Física con la Matemática) sí lo es en las llamadas ciencias morales.

Esta falacia se comete por ejemplo cuando afirmamos que un asesino no puede ser bueno. Pues si bien es cierto que no puede ser moralmente bueno, sí puede ser técnicamente bueno como asesino, es decir, matar bien.

Esta falacia fue ya observada por autores como Platón, quien trató claramente de distinguir entre "ser" y "bien" por un lado (falacia metafísica) y entre "bien" en general y "bien específico" por otro lado (falacia moral) (1).

Por último existe confusión a menudo entre la pauta y el objeto de una ciencia y a esto es a lo que denominamos falacia de método.

En el campo natural es frecuente esta falacia, dándose por ejemplo el caso de confundir la Ciencia con una

(1) Se la denomina así porque el caso más frecuente es el de confundir el bien general con el bien moral.

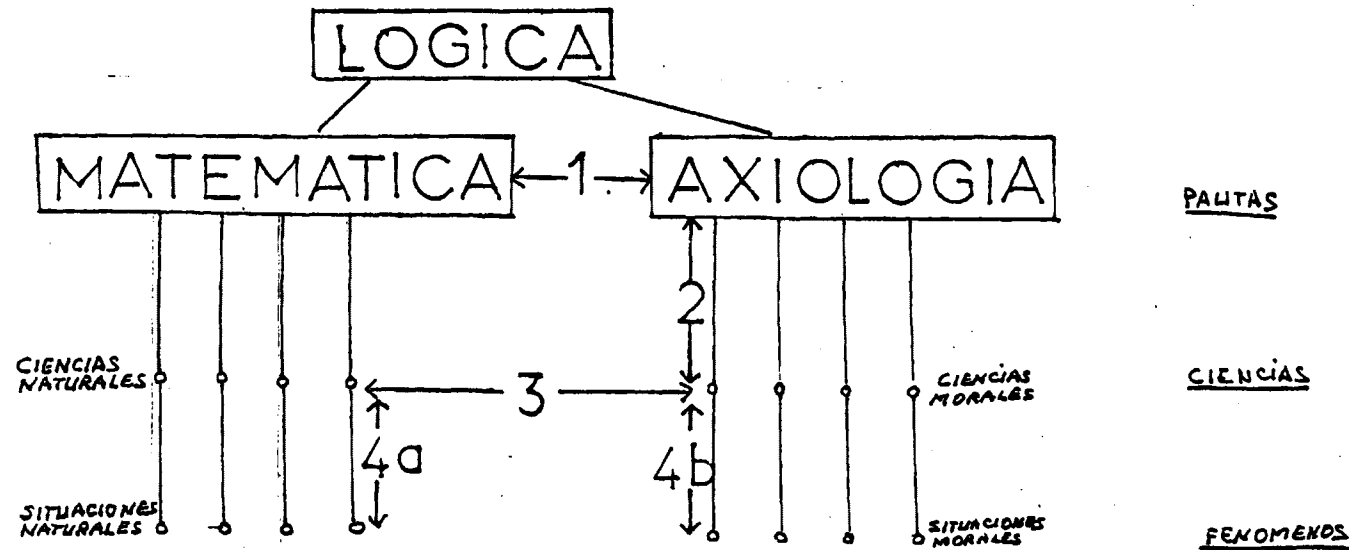
serie de sus propiedades; así cuando se afirma que la Cien
cia es empírica o debe ser empírica.

En el campo moral esta falacia es muy usual y esto se debe a la falta de un marco de referencia formal; así por ejemplo Hume afirmaba que la Etica no se puede estudiar racionalmente, ya que el sentido moral no es racional. Esto equivale a decir que el psiquiatra debiera de ser un loco o que el traumatólogo debiera haberse roto muchos huesos en su vida.

Resumiremos todas estas ideas vertidas en los párrafos anteriores en el siguiente esquema que tomamos de Robert Hartman.

HECHOS

VALOR



1. FALACIA METAFISICA (MUNDO DEL HECHO \neq MUNDO DEL VALOR)
2. FALACIA MORAL (GENERAL \neq PARTICULAR)
3. FALACIA NATURALISTA (CONFUSION ENTRE TIPOS PARTICULARES DE VALORES O DE HECHOS)
4. FALACIA DE METODO (CONFUSION ENTRE SITUACIONES DE VALOR Y ANALISIS DEL VALOR)
4. FALACIA EMPIRICA (CONFUSION ENTRE SITUACIONES NATURALES Y CIENCIAS NATURALES)

EL ANALISIS DEL VALOR

Supuesto que conocemos o al menos presumimos la existencia del valor y lo que esto implica para la construcción de una ciencia natural, vamos ahora a profundizar en el concepto del Valor.

Hay que comenzar diciendo que el análisis de este concepto no es tampoco ninguna teoría del valor, en el sentido tradicional de valores específicos. Es más bien, como afirma Hartman, un método que enseña como pensamos, y no como debemos pensar. Es un método que nos enseña como pensamos realmente cuando efectuamos operaciones de valoración. Es en definitiva, un método que nos enseña a pensar en términos valorativos.

La Axiología nos enseña qué es lo que significa que una cosa sea buena o mala, pero no entra en qué es lo que debemos elegir, si la bondad o la maldad.

La Axiología formal no es entonces ninguna teoría en el sentido usual, sino que solamente constituye un método de pensar no teniendo por tanto un carácter normativo.

Esto implica que la axiología formal, que a continuación examinaremos, no es susceptible de ser verdadera o falsa, ya que solamente es un método de pensamiento del que lo más que se puede decir es si funciona o no funciona.

Antes de seguir adelante es preciso definir, qué se

entiende por un axioma, ya que hemos afirmado repetidas veces que es el punto de partida, y la base para la construcción de una ciencia.

El axioma es algo que no precisa de demostración alguna y que una vez admitido, el resto de la ciencia a desarrollar se sigue como deducción lógica del mismo. La aceptación del axioma es potestativa del individuo y la consecuencia de la adopción de éste como válido no implica veracidad sino solamente validez. Quizás la forma más clara de explicar esto es a través de un ejemplo de la Ciencia natural, que luego por vía de analogía, aplicaremos al objeto de nuestro estudio, es decir, a la Axiología.

Cuando yo acepto el número como axioma válido de la matemática, y a partir de él deduzco leyes, como por ejemplo la de la suma; al afirmar, que dos y dos son igual a cuatro no estoy demostrando que esto sea verdad, sino que es una fórmula válida dentro del sistema matemático; validez que se deriva única y exclusivamente del axioma que define el número y que no tiene nada que ver con la verdad de las proposiciones respecto a las cosas que hemos contado.

Siguiendo con el ejemplo anterior, si un observador viese dos objetos y otro cuatro, pudiera suceder que uno de ambos estuviera borracho, pero así como de las dos proposiciones (ver dos objetos o ver cuatro objetos) sólo una puede ser verdadera, esto no tiene nada que ver con la validez de la fórmula matemática de que dos más dos son igual a cuatro.

Aplicando esto a la axiología formal podemos decir que ésta es un sistema axiomático que por su propia definición nada tiene que ver con las actuaciones valorativas pero que puede, lógicamente, aplicarse a las mismas.

Un axioma es la formulación simbólica y formal del contenido básico de un amplio campo de fenómenos.

El primer rasgo distintivo de un axioma es el de que su formulación da origen a proposiciones lógicamente necesarias.

A la totalidad de esas proposiciones la vamos a denominar sistema y dado que como hemos dicho que el axioma se refiere al "meollo" de un amplio campo de problemas es lógico que éstos se organicen y relacionen conforme al sistema que del axioma de partida se deriva.

Se dice que el axioma tiene "comprensión" y "extensión". La comprensión se refiere al alcance teórico del mismo, mientras que la extensión hace referencia a su campo de aplicabilidad, o lo que es lo mismo a su validez práctica.

Sin más prolegómenos vamos a entrar en la cuestión fundamental de este apartado que como cualquier lector de este trabajo habrá podido deducir, no es otra que ¿cuál es el axioma de partida para construir una axiología formal?

En opinión de Robert Hartman este axioma básico para la construcción de una axiología ha sido ya descubierto

y él lo atribuye a George E. Moore que en su obra "Principia ethica" publicada en 1.929 (1) en Cambridge, afirmó algo tan sencillo como que "el bien es el bien". Esto que es algo que a simple vista puede parecer una perogrullada, ha llevado sin embargo a Robert Hartman a afirmar que en ello se encuentra la esencia del valor ya que implica la afirmación de que la esencia del valor no es igual a ninguna otra cosa, ni a sus manifestaciones, y que confundir la con otra cosa o con sus manifestaciones constituye sin duda alguna una falacia.

La tesis es muy simple: el bien existe y no es naturalista, es decir, no consiste en una propiedad natural sino en algo "sui generis".

Esto implica el darse cuenta de algo que todos los filósofos anteriores, desde Platón hasta Moore, habían mezclado al unir el concepto de bien en sí (o el valor) al de las cosas que son buenas (o válidas). Así por ejemplo habían dicho que el bien consistía en el placer, pero el placer es una cosa que es buena y no constituye el bien en sí. Hay que darse cuenta de que el bien es una propiedad de los conceptos y no de los objetos, lo cual es el postulado básico de esta explicación y es lo que vamos a tratar de describir a continuación; para por vía de consecuencia construir toda una teoría de los valores o Axiología.

Aunque el bien no es una propiedad natural, es cla-

(1) Si bien ya lo esbozó en su primer libro aparecido en 1.903.

ro que depende únicamente de las propiedades naturales de aquello que lo posee (1). Dicho de otro modo, aunque el bien no es una propiedad sensorial, sí depende enteramente de las propiedades sensoriales de la cosa que se llama bien.

Un ejemplo expuesto por Hartman ayudará a comprender lo expuesto. Supongamos que yo afirmo poseer un buen automóvil, pues bien la persona a la que le comunico la posesión de este buen automóvil, conoce a través de esta información (buen automóvil), muchas cosas de mi automóvil, por ejemplo que tiene un motor y que este motor funciona, que tiene unos frenos que frenan, que tiene unos asientos, una carrocería, etc...., pero desconoce su marca, modelo, número de cilindros o de puertas, etc...., significa esto que no se sabe nada acerca de las propiedades naturales concretas de mi coche, puesto que si yo le digo "tengo un buen automóvil, dígame usted cuál es de entre es tos veinte" difícilmente podrá el encuestado responderme.

Pues bien esto nos demuestra que el bien no es una propiedad natural, pero que sin embargo depende enteramente de esta, ya que, siguiendo con el ejemplo, mi coche es bueno porque frena, acelera, funciona bien, tiene puertas, etc....

Vemos así cómo se cumple lo que antes afirmamos de que el bien es una propiedad de los conceptos y no de los

(1) Por propiedades naturales entienden Moore y Hartman las propiedades sensoriales como amarillo, alto, etc....

objetos.

Así cuando pensamos en un automóvil bueno, estamos atribuyendo a éste (del cual no sabemos casi nada) una serie de propiedades del "Automóvil en general" (concepto de automóvil) del cual sí conocemos algunas características.

Esta operación lógica de atribución de propiedades del concepto a un objeto concreto es lo que denominamos valoración. Puede por tanto decirse que "una cosa es buena, si cumple el conjunto de propiedades implícitas en su concepto".

De esta sencilla definición del valor, vamos a sacar una serie de consecuencias que pueden ser importantes, con vistas al estudio posterior del fenómeno del Valor.

Valor general y valor específico.-

Es claro que en función de la definición de valor que hemos dado, este valor no es ni ético, ni metafísico, ni moral, ni económico; es simple y llanamente "Valor", valor formal o axiológico si se prefiere (de esta forma se evita la llamada falacia moral).

El valor absoluto.-

La norma del valor de una cosa no es otra cosa que su nombre, y en la medida en que el valor se aproxime a éste será mayor el grado del mismo, puesto que norma y nombre

son una misma cosa.

La definición del valor en estos términos nos envuelve en un positivismo axiológico o Nominalismo.

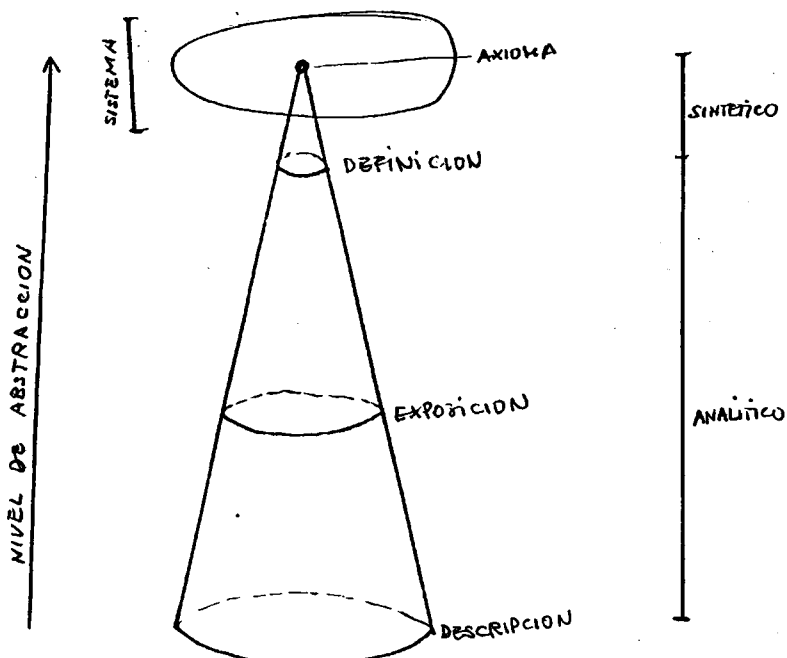
Del hecho de que la definición de valor es racional, puede deducirse que la valoración también lo es, ya que en la medida en la que yo conozca las propiedades de una cosa, tanto más puedo valorarla. Esta valoración es más cualitativa que cuantitativa, al comparar lo observado con la norma.

Por último, el valor axiológico se concibe en esta teoría como algo objetivo, cuya aplicación, como la de cualquier ciencia, es subjetiva, pero el que quien valore se equivoque, no invalida el sistema, lo mismo que el que el borracho vea dos objetos en lugar de cuatro, no invalida la aritmética.

LA APLICACION DEL VALOR

Una vez que hemos definido lo que entendemos por Valor Axiológico, o Valor formal, vamos a dar un paso más hacia nuestra meta, que no es otra que la de llegar a la medición de valores específicos.

Se trata de pasar de una Axiología sintética a una Axiología analítica, tal y como se expone en el esquema que reproducimos a continuación.



Seguindo la filosofía de Ernst Cassirer hay que afirmar (1) que el científico no debe quedarse en lo analítico, sino que debe pasar a lo sintético y tratar de definir lo descrito y expuesto para llegar a un Axioma que dé lugar a un Sistema.

Nosotros hemos empezado por definir el Axioma y el Sistema, por lo que debemos ahora pasar al campo analítico en concreto.

Del Axioma básico hemos deducido que el valor de una cosa depende del grado en que ésta cumple su concepto. Puede decirse que una cosa es buena si de un número N de propiedades del concepto de la misma, posee las N y a sensu contrario puede decirse que es mala, si no las posee; ca-

(1) Ernst Cassirer, "erkenntnistheorie nebst den grundfragen der logik" Jahrbücher der philosophie, I. 1.913. 13

brán, como es lógico, términos intermedios, en la medida que el número de propiedades cumplidas, esté entre N y 0.

Vemos pues como el concepto es la medida de las cosas y dado por otro lado que existen diferentes tipos de conceptos no es difícil deducir que también existirán diferentes tipos de medidas.

Existen fundamentalmente tres tipos de conceptos: unos que son abstraídos, otros que son contruidos y por último un tercer tipo de conceptos que no son ni abstraídos ni contruidos pero que dan la totalidad de una cosa singular.

Los primeros son abstraídos del mundo real y concreto, como por ejemplo, el concepto de silla, el concepto de mesa, de coche, etc....

Los segundos son contruidos, así por ejemplo, los conceptos científicos, tales como triángulo, electrón, etc..

....
Y existe un tercer tipo de concepto que no pertenece a ninguna de las dos clases anteriores y que procede de cosas singulares; así cuando hablamos de Juan Pérez o de Pedro Ruiz.

De la diferencia entre estos conceptos se originan las distintas clases o dimensiones valorales, como son: el valor sistémico o sistemático, el valor extrínseco y el valor intrínseco, los cuales suponen diferentes características para cada uno de ellos.

El concepto de valor sistemático (también llamado concepto formal) es el término atribuible a los conceptos contruidos y supone un grado mínimo de propiedades a cumplir. Así por ejemplo, un círculo, o es un círculo o no lo es.

El concepto abstracto supone que al menos tenemos varias cosas de las que poder abstraer propiedades, y partiendo del número dos, que sería lógicamente el límite inferior de la abstracción, podrían existir muchas más; y esto debido a que cuantos más objetos existan, más propiedades comunes podrán ser abstraídas.

Puede decirse que el grupo de propiedades dentro de un concepto abstracto es potencialmente ilimitado.

En el tercer caso, en el de los conceptos singulares, no se trata de construir ni de abstraer, ya que lo que en mi mente tengo, es una imagen o una "gestalt" que me proporciona una serie de propiedades potencialmente infinitas, pero de forma continua o relacionada, no como en el caso de los conceptos abstraídos donde no se da esta continuidad. Así cuando digo: Juan tiene una nariz pequeña, con un lunar negro, estoy predicando una serie de propiedades de Juan pero relacionadas entre sí.

Bien, pues estos tres tipos de conceptos (sistemáticos, abstractos y singulares) y supuesto que el valor consiste en el cumplimiento de un concepto, tenemos que al cumplimiento de un determinado concepto formal o sistemático

co lo denominaremos valor Sistémico; al cumplimiento de un valor abstracto lo denominaremos valor Extrínseco; y al cumplimiento de un valor individual lo llamaremos valor Intrínseco.

La valoración sistémica es indicada para construcciones mentales y no para seres humanos.

El valor extrínseco es el valor de la comparación por antonomasia, pues valora las cosas clasificándolas e incluyéndolas dentro de otras clasificaciones más amplias (así cada cosa debe ser medida en relación a su concepto) y de la aplicación de este valor extrínseco a cosas con referencia a una clase común, por ejemplo, el dinero (Precio), surgen valores concretos como el valor económico, que es, en expresión de Hartman, el único valor extrínseco común a todas las cosas, incluso a las cosas ideales que existen.

En el caso de la valoración intrínseca no tenemos ni abstracción ni construcción, y tenemos que tratar de referir la medición a la totalidad de las propiedades potencialmente infinitas de una cosa individual.

Ejemplos de esta valoración son, su aplicación al campo de las artes, a la cual llamamos estética; y que no es otra cosa que la aplicación del valor intrínseco a las cosas.

Así tenemos como dos valores (extrínseco e intrínseco) aplicados a un mismo objeto, por ejemplo, "las cosas

en general" nos definen dos Ciencias axiológicas diferentes, como son la Estética y la Economía.

Para no extendernos más sobre este tema vamos a presentar un cuadro esquemático en el que Robert Hartman recoge un intento de clasificación de las llamadas Ciencias Axiológicas.

DE APLICACION A	VALOR INTRINSECO	VALOR EXTRINSECO	VALOR SISTÉMICO
PERSONAS INDIVIDUALES	ETICA	PSICOLOGIA	FISIOLOGIA
GRUPOS DE PERSONAS	C. POLITICAS ETICA SOCIAL	SOCIOLOGIA	LEY
COsas INDIVIDUALES	ESTETICA	ECONOMIA	TECNOLOGIA
GRUPOS DE COSAS	ECOLOGIA CIVILIZACION		TECNOLOGIA INDUSTRIAL T. DE JUEGOS I. OPERATIVA
CONCEPTOS	METAFISICA	EPISTEMOLOGIA	LOGICA
PALABRAS	POESIA CRITICA LITERARIA	RETORICA SEMANTICA	GRAMATICA TEORIA DE LA COMUNICACION

Las aplicaciones del valor extrínseco.-

Vamos a extendernos un poco en las aplicaciones del valor, circunscribiéndonos al valor extrínseco (por su importancia) para tratar así de mostrar más claramente las últimas conclusiones de esta Axiología Analítica.

Si la aplicación la hacemos a las personas, nos encontramos con la Psicología, pero no como Ciencia Natural, sino como Ciencia del Valor, que trata de mostrarnos como una persona cumple o deja de cumplir la gama de funciones que ella presenta.

Cuando lo aplicamos a grupos de personas, nos muestra a estos colectivos como clases de funciones ejecutadas por las personas; como funciones dentro del grupo social, lo cual nos lleva a la Ciencia de la Sociología.

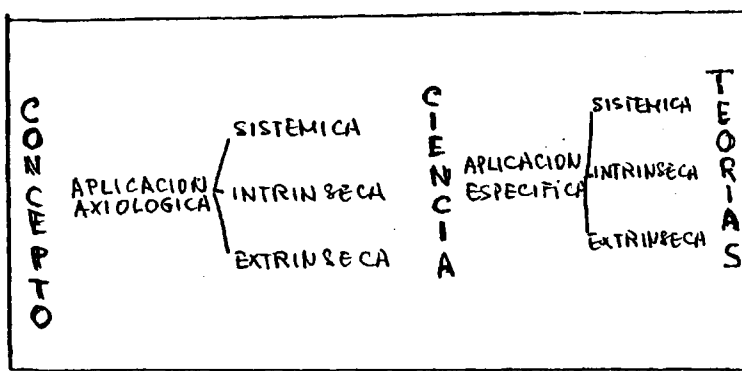
Aplicado a cosas individuales nos muestra a cada cosa como una clase de funciones empíricas. La valoración de las cosas como funciones conduce a la Ciencia de la Economía. Las cosas así consideradas se denominan "Bienes". El concepto universal que sirve como medida del valor de cada cosa se llama en este sistema "Dinero"; y el valor extrínseco en cuestión se denomina "Precio".

Ahora bien dentro del campo genérico de la Economía pueden ser aplicadas las tres dimensiones del valor. Cuando aplicamos el valor intrínseco nos encontramos con las teorías organicistas, como las de Spann (1). Los valores extrín

(1) Spann ver en EICSS. Aguilar, Madrid, 1977.

secos nos llevarían a teorías de la utilidad, siendo ésta la aplicación que más se ha dado sobre todo en el campo de la Teoría Económica. Por último de la aplicación sistémica se derivarían Teorías formales de la Economía.

Esto último bien podría venir representado por la figura siguiente



LA FORMALIZACION DEL VALOR

No quedaría completo este estudio sobre el intento de construcción de una Axiología Analítica, sin referirnos, si bien brevemente, a algunos de los intentos que en los últimos años se han hecho para tratar de llegar a una formalización del concepto del valor.

En primer lugar nos referiremos a nuestro compatriota José Ortega y Gasset quien en su artículo, tan breve como profundo, denominado LA ESTIMATIVA y con el subtítulo ¿Qué son los valores? trata de acercarse al concepto de Va

lor. Por otro lado nos referiremos a Risieri Frondizi y a Theodore Lessing y sus trabajos sobre la realidad formal y situaciones del valor.

LA IRREALIDAD DE LOS VALORES.-

Ortega nos habla de un valor general, en un intento de no confundirlo con sus especies, y a cuyo campo de estudio califica de "tema incógnita". Opina este autor que el problema del valor se ha disfrazado a lo largo de la historia bajo diferentes falacias (1), sobre todo bajo la falacia moral, que como dijimos consistía en confundir el género con la especie.

Afirma Ortega que cada cosa es tanto un hecho como un valor y ... "la conciencia del valor es tan primitiva como la de los objetos..." siendo el universo, tanto un hecho (orden fáctico) como un valor (orden valorativo).

Nos habla este autor de la diferencia que existe entre el lenguaje fáctico u ordinario y el lenguaje valorativo, y considera a los valores como algo objetivo y no subjetivo, pero no los funda en una base lógica, exacta e inevitable, sino que al igual que los axiólogos (subjetivistas) contra los cuales polemiza, los basa en sentimientos de tipo empírico y psicológico.

Dice Ortega a este respecto "... la estrategia de

(1) Véase apartado anterior sobre las falacias axiológicas.

Napoleón tiene para mí un gran valor, sin que yo me sorprenda en flagrante apetito por ella, siendo como soy hombre de toga y no de espada. Claro es que todas las complacencias y enojos, todos los deseos y repulsiones, están motivados por valores, pero éstos no valen porque nos agraden o los deseemos, sino al revés, nos agradan y los deseamos porque valen..."

Valorar, afirma este autor, no es dar valor a quien no lo tenía sino reconocer un valor evidente.

Los valores, los cuales Ortega, no se atrevió a definir por considerarlos "problema muy hondo" son para él irreales o no empíricos. El valor nunca es una cosa sino que es tenido por ella, no es una propiedad real de la cosa pero reside o depende de estas propiedades, de tal modo que si se sabe en qué forma reside o depende de ellas se conoce la esencia de aquel valor.

Compara Ortega al valor con el número, pues afirma que al igual que éste no es una cosa pero es un objeto, "un objeto tan claro e indubitable como cosa alguna". El valor es una cualidad sensible "sui generis" de naturaleza analógica a la de los números.

Con relación a una naranja nos explica este autor como el color y la forma de una naranja son valores intrínsecos pues aunque esta estuviere sola en el mundo, no por eso dejará de ser amarilla y redonda. Por el contrario cuando la naranja se compara, por medio de relaciones lógicas,

con otra de su misma especie nos encontramos ante el valor de tipo extrínseco.

Dice Ortega, y con esto concluimos la descripción de sus teorías, que los valores ni se pueden ver con los ojos, ni entender como los números o los conceptos. Los valores son para él objetos irreales que residen en los objetos reales o cosas, como cualidades sui generis.

No va este autor más lejos de este punto en su intento de construcción de una axiología, pero creemos que su trabajo es ampliamente aclaratorio y profundo, si bien no llega a tener un alcance sistemático (cosa que por otro lado tampoco buscó el autor).

LA REALIDAD SITUACIONAL Y FORMAL DEL VALOR

El problema de ¿cuál es la naturaleza exacta del valor? o dicho de otro modo, ¿en qué consiste esta cualidad "sui generis"?, ha sido abordado por otros autores en un intento de darle solución.

Una de las numerosas propuestas en este sentido es la de Risieri Frondizi (1) quien en su libro ¿Qué son los valores? trata de llegar al concepto del valor a través de la combinación de la irrealidad del valor con la

(1) Frondizi, Risieri, ¿Qué son los valores?, Fondo de Cultura Económica, México, 1.958.

realidad de las situaciones del valor. Para él, el conjunto de las cualidades naturales, tanto objetivas como subjetivas, produce el valor. Es por tanto la solución de Frondizi una solución (o un intento de solución) material o situacional.

Por su parte Teodoro Lessing (1) comparte con Ortega y Frondizi su creencia en la unicidad fenoménica del valor, y trata de llegar al concepto del valor a través de una axiomática del valor (WERTAXIOMATIK) independiente de la axiología, pero al tratar de construirla, malentiende este autor la naturaleza del axioma, con lo que su sistema cae en la falacia del método, mezclando además el sistema matemático y el sistema axiológico con lo que su sistema se convierte, en opinión de algunos autores en una verdadera tautología.

(1) Lessing Teodoro. Estudio acerca de la axiología. Centro de estudios filosóficos de la U.N. Autónoma de México, 1.959 (sólo los dos primeros capítulos de la obra original).

EL VALOR EN LAS DISTINTAS CIENCIAS SOCIALES

EL VALOR EN OTRAS CIENCIAS SOCIALES

Queremos completar la panorámica del concepto de valor en la Filosofía con una breve referencia a las ideas acerca de este fenómeno elaboradas en las distintas Ciencias Sociales.

En general y de forma sintética suele afirmarse en la mayoría de las Ciencias Sociales que el valor está constituido por concepciones de lo deseable que influyen en el comportamiento selectivo. Como vemos se distingue entre lo deseable y aquello que es deseado.

Es sabido como pese a la importancia del concepto de valor en la Filosofía ha sido necesario el transcurso de muchos siglos para que éste se haya formulado de forma explícita por algunas de las disciplinas específicas que del pensamiento filosófico general se derivan.

Tras su uso técnico por la Economía (primera Ciencia Social que lo formuló explícitamente) su uso ha pasado a generalizarse en las restantes Ciencias Sociales (en especial en los últimos cuarenta años). Anteriormente hubo un trabajo de gran relevancia en este campo debido a dos sociólogos (Thomas y Znaniecki) quienes en 1918 escribieron "The polish peasant in Europe and America", obra considerada hoy en día como un clásico, y en la que entre otras aportaciones destacaba la vinculación que se establecía entre actitudes y valores en una relación que marcó un nuevo campo para la investigación sociológica (1).

(1) Thomas, W. y Znaniecki, F. "The polish peasant in Europe and America". Dover, N.York, 1958, 2ª ed. Vol. 1º.

Es frecuente en Ciencias Sociales como la Psicología o la Sociología la mezcla del concepto de valor con otros conceptos afines, tales como creencias, necesidades u otras actitudes del comportamiento selectivo de la persona humana.

Hay que señalar que la referencia explícita al tema del valor ha sido durante mucho tiempo eludida de forma voluntaria por ciencias tales como la Sociología y en aras de conseguir una mayor "objetividad". Se afirmaba que los valores eran algo "subjetivo" por lo que no pertenecían al campo de los llamados "hechos inflexibles". Esto suponía que no eran susceptibles de un tratamiento científico por lo que se obviaba su utilización.

El comienzo en el uso de este término se debe a la obra ya citada de Thomas y Znaniecki, pero su efecto no se dejó sentir hasta los años treinta. Pasemos al estudio de lo que significa valor en algunas Ciencias Sociales concretas.

Dentro del campo de la Antropología el valor suele identificarse con conceptos tales como obligaciones, "ethos", pautas culturales dominantes, focos culturales y temas y estilos de vida. Se hace referencia a los valores de los démas y a la necesidad de respetarlos por lo que se configura la idea de valor como algo altamente socializado donde no tienen cabida las actitudes puramente hedonistas. Destacan en este campo los trabajos orientados al estudio de los diferentes sistemas de valores existentes en los distintos grupos sociales.

Los sociólogos entienden que el valor es algo multiforme que se encuentra presente en los cuatro grandes sistemas de la acción humana, a saber: organismo, personalidad, sociedad, y cultura; lo cual implica al menos cuatro tipos de valores o de sistemas de valores diferentes.

Se conciben los valores en el campo de la Sociología como variables dependientes sujetas a cambios en el contexto que los origina; y se entiende que también pueden ser considerados como variables independientes, en el sentido de que canalizan las reacciones frente a las innovaciones en el medio, sirviendo de base a las nuevas pautas de actuación.

Se acentúa por los sociólogos la importancia de los valores morales cara a los procesos de institucionalización y de control social.

Se entiende en la actualidad que los valores no tienen existencia independiente, en tanto en cuanto que dependen del sistema de valores en el que se encuentran inmersos.

También los psicólogos se han mostrado en contra del uso del concepto de valor tanto en la investigación como en la teoría, pero la importancia de dicho fenómeno, sobre todo en las investigaciones empíricas, ha ido paulatinamente acrecentándose con lo que los científicos se han ido convenciendo de la necesidad de utilizar este concepto sobre todo en relación con las actitudes afectivas y emocionales.

Nos referiremos por último a la Ciencia Política la

cual ha utilizado con frecuencia los conceptos axiológicos en sus planteamientos. El fenómeno del valor se ha identificado en esta ciencia con Etica, ideología, costumbres, normas, etc... El caracter de presunta normatividad que comporta la Ciencia Política así como la explícita aceptación de los juicios de valor en este campo del saber científico, ha llevado al empleo generalizado del concepto de valor en la Ciencia Política.

Como puede verse el concepto de valor que el pensamiento filosófico nunca trató, hasta fechas recientes, en profundidad ha sido obviado en la medida de lo posible por la mayoría de las llamadas Ciencias Sociales hasta fechas muy recientes en las que los elementos del valor se han revelado como potencialmente importantes para ser analizados como variables en cualquier investigación de carácter social.

Por otra parte se observa que los conceptos de valor acuñados en distintas ramas del saber social difieren grandemente entre sí, y esto se debe principalmente a su caracter eminentemente instrumental y específico en cada Ciencia Social que los acuña y utiliza.

EL VALOR EN EL PENSAMIENTO ECONOMICO

(Análisis histórico-descriptivo)

EL VALOR EN LA ECONOMIA GENERAL

EL VALOR EN LA ECONOMIA TRADICIONAL

Hemos visto en los capítulos anteriores un breve panorama de lo que, en orden al estudio del Valor, ha sido elaborado por las diferentes corrientes de pensamiento, tanto de la Filosofía general, como de algunas disciplinas específicas, tales como la Psicología o la Sociología, etc....

También se ha mostrado un intento de construcción de una Axiología, no sólo formal sino descendiendo a niveles analíticos y operativos. Hay que decir que si bien el paso de una axiología sintética a una axiología analítica es cuestionable, no por eso deja de ser válido el sistema expuesto, que no trata de ir más allá de ser un "intento" de penetrar en el fenómeno del Valor por medios científicos, lo que confiere a este esfuerzo un amplio margen de credibilidad.

La importancia del problema del valor en la Ciencia Económica es tal que prestigiosos autores como Schumpeter (1) no han dudado en calificar a la historia de la economía como la "historia del valor" y esto en tanto en cuanto que el pensamiento económico ha evolucionado a través de la búsqueda constante y sistemática del llamado va

(1) Schumpeter, J.A., Historia del análisis económico, Ariel, Madrid, 1.971.

lor económico. Por tanto hablar de evolución del término "Valor" en la Economía es tanto como referirse a la evolución de las más importantes corrientes filosóficas que se han producido y que han condicionado el campo económico.

Es interesante observar como una disciplina tan joven como es la Economía, ha sido sin embargo la primera que se ha planteado el estudio del fenómeno del valor (puesto que la Filosofía si bien se ocupó del mismo no lo hizo de forma sistemática ni tampoco, como hemos podido ver en los apartados anteriores, definiendo el contenido del mismo). Se nos presenta aquí la Economía Política como la primera disciplina que lo usó (con referencia al valor en uso y al valor en cambio) como concepto explícito y con diversos significados de carácter más o menos técnico. Tu vieron que pasar muchas décadas para que otras Ciencias Sociales como la Antropología o la Psicología se cuestionaran acerca de este controvertido término.

Vamos a referirnos a la evolución y a las distintas concepciones de este vocablo a lo largo del pensamiento económico. Trataremos de hacerlo de la forma más esquemática posible, ya que el extendernos en el desarrollo de las distintas acepciones del término, supondría escribir toda una historia de la Ciencia Económica, lo cual no constituye el objeto de nuestro estudio.

Nos centraremos en una serie de autores que, a nuestro juicio, han ido marcando sucesivos hitos significativos en la evolución y desarrollo del concepto del valor en la Economía.

En muchas ocasiones vamos a referirnos al concepto "Utilidad" como sinónimo del Valor, y esto en la medida en que el influjo de las doctrinas utilitaristas en la Ciencia Económica supusieron una gran luz en torno al tema objeto de nuestro estudio (1).

Vamos a dar una primera aproximación, en base a las cuatro etapas más interesantes en la evolución del pensamiento económico, con respecto a este tema, para pasar luego a una descripción más detallada de los autores, escuelas y conceptos vertidos en esta disciplina.

Resulta paradójico observar cómo los filósofos de la antigua Grecia al cuestionarse acerca del valor de las cosas, estuvieron mucho más cerca de este vocablo que la mayoría de los pensadores posteriores.

Entendieron los clásicos griegos que el Valor dependía de dos causas. Siendo la primera de ellas la cualidad intrínseca del objeto de valor y la segunda la valoración subjetiva que de este objeto realizase el usuario o valorador.

Pero los pensadores de siglos posteriores mantenían la tesis, aún hoy en día vigente para muchos autores, de que solamente las explicaciones de tipo monista beneficiaban a la ciencia genuina, por lo que trataron afanosa-

(1) No obstante el término utilidad ha tenido diversos significados a lo largo de la historia del pensamiento económico.

mente de encontrar una única causa que explicase el fenómeno del valor. Pensaron estos autores que el valor de las cosas se encontraba en ellas mismas y así lo identificaban bien con el coste de las cosas o bien con la cantidad de trabajo que éstas llevaban incorporado. El pensamiento ilustrado con su aversión hacia los objetos materiales se pasó al extremo opuesto y es así como autores tales como Condillac afirmaron que "una cosa no tiene valor por tener costes, sino que tiene costes porque tiene un valor de uso".

Tras estas etapas se produce el acontecimiento, sin duda alguna más importante de la historia del pensamiento económico en general y del Valor en particular, al descubrirse la Teoría de la Utilidad, que es la base de la moderna Teoría del equilibrio general, donde se dan cita la utilidad y la escasez y se acentúa el componente subjetivo del valor.

Tras esta breve panorámica de conjunto, vamos a entrar en el estudio particular de algunos autores y escuelas de los más relevantes en esta larga evolución hacia un concepto axiomático y operativo de Valor económico.

Comenzaremos nuestra andadura histórico-descriptiva con la idea de valor en Aristóteles, quien no sólo fue capaz de distinguir entre valor en uso y valor en cambio, como cualquier otro autor posterior, sino que además vió como el segundo derivaba del primero.

Aristóteles se encontraba preocupado por la ética

del precio, por la búsqueda de un canon del precio justo y lo halló en su idea de "equivalencia" (entre lo que uno da y otro recibe).

Algunos autores han querido ver en el hecho de que Aristóteles no definiera el valor de cambio, una razón para atribuirle la creencia en un cierto valor objetivo, pero esto no es una consecuencia lógica y concluyente de su pensamiento, tal y como lo ha expuesto magistralmente Schumpeter.

Es en su obra "Ética a Nicómaco" en la que más claramente nos muestra Aristóteles su idea acerca de los bienes y de los precios, y cómo éstos últimos surgen de la comparación de los bienes para poder intercambiarlos entre sí.

Quince siglos después de Aristóteles los escolásticos resucitan el interés por la vida económica de la sociedad, y abandonando el punto de vista normativo pasan al positivista o lo que es lo mismo, dejan de preguntarse qué es lo que "debe ser el valor" para analizar lo que realmente "es".

Un exponente muy claro de esta posición lo encontramos en San Antonio al afirmar que el valor de un artículo depende: a) de su calidad en comparación con otros objetos semejantes (valor en cambio), b) de su escasez y c) de su "complacibilitas" que es un concepto equivalente en gran medida al que años más tarde iban a acuñar Galiani y posteriormente Bentham.

Tras el desarrollo de este concepto tan realista como básico del valor, por los Escolástico; comienza una fase de desarrollo y consolidación de las ideas por ellos vertidas.

La preocupación por el valor o poder de compra de la moneda (Teoría metalista) supone un gran impulso a los estudios del tema del valor.

La publicación en 1750 del tratado de Galiani sobre el dinero, marca el comienzo de la reacción subjetivista (1). Galiani da un enfoque psicológico al problema del valor y tras definir a éste como "una relación subjetiva entre una cantidad de una mercancía y una cantidad de otra mercancía" (las equivalencias objetivas en el mercado se tratan como un caso aparte de esa definición).

Es Galiani el autor de su tiempo que más claramente resuelve el problema de la paradoja del valor (2) al establecer el concepto de escasez.(3).

Si bien Galiani se adelantó a desarrollos muy posteriores (por ejemplo al de los marginalistas) con su idea sobre la Utilidad, no es menos cierto que al abandonar la idea de rareza y centrar el valor de las cosas en el trabajo ("Fática") al cual define como el factor único de pro-

(1) Galiani, Ferdinando. Della Moneta, Bari, Italia.

(2) Consistente en la confusión entre valor debido a la escasez y valor debido a la utilidad.

(3) Véase L. Beltran, "Economía y Libertad". Tecnos, 1.978, p. 55.

ducción, sienta las bases para el desarrollo del concepto de valor como algo objetivo (lo que contradice el resto de su teoría) en los cien años siguientes (Ricardo, Marx, etc.).

En esta misma línea de pensamiento y hasta que se consolidó la influencia de la obra de Adam Smith "The wealth of Nations" la teoría que siguió dominando en el continente europeo fue la del valor subjetivo o Teoría utilitarista.

En esta línea de pensamiento hay que citar una prolija lista de autores, entre los que destacan: J.B. Say, Quesnay, Beccaria, Turgot, Verri y Condillac, entre otros.

Todos estos autores coinciden en defender la subjetividad del valor, llegando, como en el caso de Turgot, (1) a relacionar de forma explícita el comportamiento del consumidor con la elección y afirmando que en el trueque cada uno de los participantes valora más lo que recibe que lo que da.

Digamos para terminar la referencia a estos primitivos subjetivistas o utilitaristas que el eminente científico Daniel Bernouilli, llegó a establecer de forma bastante precisa lo que muchos años después se llamaría Utilidad marginal y daría lugar al pensamiento marginalista de Jevans y Menger.

(1) Fue el primer economista que lo hizo y aunque su obra no se publicó hasta 1808, la escribió en 1768.

Afirmaba Bernouilli que "la importancia de un Tálero más para un individuo, es inversamente proporcional al número de Táleros que ya posee", pues bien si identificamos "Tálero adicional" con "tálero marginal" fácilmente puede comprobarse lo cerca que estuvo D. Bernouilli de los futuros pensadores económicos.

El gran problema de todo el pensamiento escolástico está constituido sin ningún lugar a dudas por la falta de precisión a la hora de definir la distinción aristotélica entre valor en uso y valor en cambio.

Es Adam Smith a quien corresponde la gloria de haber establecido de forma concisa y tajante esta dicotomía entre valor en uso y valor en cambio; pero tras esta "... investigación rigurosa y científica acerca del modo como el valor mide los motivos humanos..." A. Smith, como la mayoría de sus contemporáneos descartó la idea de valor en uso, como objeto de estudio científico, al afirmar que no era un concepto científico.

Este abandono del análisis subjetivo del valor llevó a los economistas clásicos a identificar el valor con el precio, con el coste, o con la cantidad de trabajo incorporada (idea esta última debida a Ricardo y con la cual entronca Carlos Marx y todo el futuro pensamiento económico marxista) a considerarlo como algo objetivo, y por ende, medible, y a cerrar así las puertas a cualquier análisis de la demanda.

Esta visión del problema y pese a la unilateralidad

de algunos de sus enfoques (como el de Ricardo) o a la am
bigüedad de otros como el de Adam Smith, llevó a John
Stuart Mill a afirmar que "... afortunadamente nada hay en
las leyes del valor que quede por aclarar en el presente o
en el futuro, la teoría está completa en este punto..." y
esto lo afirmaba en 1848 sin poder ni siquiera imaginar lo
lejos que se hallaba de las actuales líneas de pensamiento.

Pero, ¿cuál es realmente la idea de valor de Adam
Smith, al margen de la distinción entre valor en uso y va-
lor en cambio?. La respuesta a esta interrogante la encon-
tramos en un párrafo del capítulo 6º del ya citado libro
"La riqueza de las naciones".

Afirma en el mencionado párrafo Adam Smith que
"... Salario, Beneficio y Renta son las 3 fuentes origina-
rias de todo rédito, así como de todo valor cambiabile..."
Esta teoría del valor de Adam Smith es lo que años después
se conocería como la teoría del coste de producción.

Pese a esta idea tan concreta sobre la identifica-
ción de valor con coste, puede observarse también en la
obra de Adam Smith, una cierta tendencia a equiparar va-
lor y trabajo, a la manera de como lo concibió más tarde
David Ricardo.

También se le atribuye a A. Smith una tercera teo-
ría sobre el valor al identificarlo en alguno de sus escri-
tos con la teoría de la desutilidad del trabajo, que ilus-
tró con sus ejemplos ya clásicos referentes al "esfuerzo
y la molestia".

Tras el estudio de Adam Smith no queda más remedio ~~que referirse~~ al ya citado David Ricardo quien con su teoría del valor y la cantidad de trabajo dio origen a toda una rama de la Economía (la que deriva de Carlos Marx).

Tras este período de creencia en un valor objetivo, cuya duración fue muy larga, y eclipsó otras teorías, debido sobre todo al prestigio y a la talla de pensadores como Adam Smith o David Ricardo; se vuelve otra vez tímida mente a la noción de valor subjetivo y las ideas ya esbozadas por antiguos pensadores como Bernouilli o Dupuit vuelven a cobrar actualidad.

El redescubrimiento de aquellas teorías por hombres como Bentham o Lloyd no consiguieron ni siquiera la atención de sus contemporáneos y otras de la magnitud de la de Heinrich Gossen (1810-1858) o Agustín Cournot (1801-1877) necesitaron del transcurso del tiempo para que empezasen a ser redescubiertas por los pensadores posteriores.

Pese a esto las leyes de Gossen sobre la utilidad marginal decreciente y las utilidades marginales decrecientes, constituyen sin ningún lugar a duda los fundamentos de la posteriormente desarrollada Teoría subjetiva del valor (1).

Son Jevons, Walras y Menger los que en la misma línea que Heinrich Gossen desarrollaron la teoría de la utilidad marginal o teoría subjetiva del valor. Su desarrollo ha tomado dos caminos diferentes; por un lado está la es-

(1) Beltran, L. "Historia de las doctrinas económicas". Teide, 1.976, p. 229 ss.

cuela matemática que tras Jevons y Walras siguieron más tarde autores como Pareto y otros posteriores como Wicksell, Schumpeter, Pantaleoni y Edgeworth entre otros, la cual trata de desarrollar la idea de utilidad marginal apoyándose en una base de tipo matemática. Por otro lado está la llamada escuela Austríaca, la cual fue desarrollándose a partir de las ideas de Carl Menger por el estudio de pensadores como Wieser y Bohn-Bawerk, los cuales se diferenciaron de la escuela matemática en que el tratamiento que hacen de la utilidad marginal no es matemático sino que tiene base psicológica.(1).

La teoría subjetiva del valor busca la fuente de la valoración de los bienes en el interior del hombre, es una teoría individualista y subjetivista.

El profundo interés de los marginalistas por la conducta del consumidor los llevó a una concepción altamente sutil del valor, consistente en considerarlo, no como una cosa, a la manera de los clásicos, sino como una relación entre un bien (u objeto) y un agente económico (o sujeto). De esta forma determinaron que el valor equivalía a la satisfacción generada por la última unidad de dicho bien que era poseída por el agente económico o sujeto.

Esta identificación del valor de un bien con el placer que se deriva del último incremento en la utilización de un bien nos lleva a equiparar el valor de un bien con su utilidad marginal o lo que es lo mismo con su primera derivada diferencial.

(1) Beltran, L. op. cit. p. 234 ss.

Esta teoría del consumidor fue, -como dice R. Mattessich- rápidamente reelaborada y ampliada de modo que se convirtió en la Teoría del equilibrio del mercado; la cual supone que la acción recíproca de los consumidores, actuando de modo racional, conduce, en condiciones ideales, a un precio de mercado para cada bien que iguala la utilidad marginal prevista por los demandantes.

Un problema importante con el que se encontraron los marginalistas fue el de aplicar sus teorías, elaboradas a partir de los bienes de consumo, a los llamados bienes de producción.

La solución a este problema la formuló Karl Menger y fue posteriormente desarrollada por otros autores como Bohn-Bawerk y Clark y finalmente Irving Fisher. La solución la encontraron estos autores en el cálculo del valor de los bienes de producción a través de un método indirecto. Consistía este método en suponer que los bienes de producción crean utilidad a través de los bienes de consumo que producen, y que ésta puede medirse a partir del valor actualizado de la utilidad de los bienes de consumo en cuya producción intervienen.

Así pues el ámbito del concepto de utilidad se fue ampliando progresivamente al campo de la producción y de forma similar al de la distribución, formando las tres aplicaciones y la idea de equilibrio de mercado un conjunto armónico y sistemático que J.A. Schumpeter ha definido en los siguientes términos:

"Los requisitos, factores o agentes de la producción tienen asignados valores de uso: adquieren sus índices de significación económica, así como sus valores de cambio, a partir del mismo principio de utilidad marginal, explicativo a su vez de la significación económica y de los valores de cambio de los bienes de consumo. Sin embargo, son aquellos valores o precios relativos de los inputs los que constituyen los costes de producción para las empresas. Esto quiere decir, por una parte, que el principio de la utilidad marginal cubre ya el fenómeno del coste, y, en consecuencia, el sistema de asignación de recursos, (estructura de la producción), y por otra, el "lado de la oferta" del campo económico, en la medida en que todos estos puntos estén determinados por consideraciones económicas" (Schumpeter, 1.954, pág. 913).

Pero aún no hemos tocado el problema clave con el que se enfrentan los marginalistas y cuyos intentos de solución han impulsado y originado el desarrollo de todas las teorías posteriores.

Este problema tan claro como de difícil solución no es otro que el de cómo medir la utilidad, o dicho de otra forma ¿en qué se mide la utilidad?, ¿en útiles?.

Los sucesivos intentos posteriores para medir el valor trataron de apartarse de la medición cardinal de la utilidad, sustituyéndola por una medida ordinal o de preferencia, y dando lugar a la construcción de curvas de indiferencia tal y como las concibió Pareto o como más sólidamente las formuló Irwing Fisher.

Otra línea de actuación ha consistido en la sustitución del concepto de utilidad marginal por el más sofisticado de tasa marginal de sustitución.

Y en esta línea de intentos llegamos a las mediciones empíricas de la utilidad que en el mejor de los casos sólo ha sido posible medir en intentos aislados de laboratorio, como en el caso de Von Neuman y Morgenstern.

Tras la teoría subjetiva del valor nos encontramos con lo que se ha convenido en llamar la Teoría neoclásica del valor y de la Inversión que tiene sus principales exponentes en los ~~expertos~~ Lutz (Friedrich y Vera) (1) y que en opinión de M. Gordon (2) puede resumirse así:

"A un nivel muy general, la estructura de la teoría neoclásica de la inversión y de la valoración de la empresa es bastante sencilla, y puede resumirse en la forma siguiente: Se supone que la finalidad de la empresa es la maximización de su valor actual; valor que está en función de su renta futura, función a su vez de su inversión presente. Así pues, dadas estas dos funciones, podemos encontrar la inversión que maximiza el valor actual de la empresa. Uniendo esto al supuesto de conducta tenemos ya datos en los que podemos confiar para emprender la inversión. Hay que precisar que esta teoría nos proporciona el nivel

(1) Lutz Friedrich y Vera. "The Theory of investment of the firm", Princeton Univ. Press, 1.951.

(2) Gordon, Myron. "The Investment, Financing and Valuation of the Corporation". Irwin Homewood, 1.954.

de inversión, y el valor de una empresa, en la medida en que sea capaz de obtener información sobre las dos funciones antes descritas".

Los Neomarginalistas sustituyen el Hedonismo de los marginalistas por el cuantitativismo en un desesperado intento por medirlo. En esta línea cabe citar a Von Mires y a G. Myrdal que opinan que no existe una única causa explicativa del fenómeno del valor.

EL VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA
(Análisis Histórico-Descriptivo)

1.- INTRODUCCION.

2.- LA CRITICA DEL MARGINALISMO.

3.- LAS POSICIONES TRADICIONALES.

a) EL COSTE HISTORICO.

b) LAS TEORIAS DEL BALANCE.

4.- LOS MODERNOS PLANTEAMIENTOS.

a) EDWARDS. Y BELL.

b) SPROUSE Y MOONITZ.

c) LA AICPA Y EL NIVEL DE PRECIOS.

d) RICHARD MATTESSICH.

5.- OTRAS APORTACIONES.

6.- EL VALOR EN LA TEORIA DE LA DECISION Y
LA INVESTIGACION OPERATIVA.

EL VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA

Introducción.-

Vamos a tratar en este capítulo de exponer de forma breve y sistemática las principales diferencias entre las concepciones acerca del fenómeno del valor que proceden del campo de la Teoría Económica o de la Economía Política, y los de la Economía de la Empresa y disciplinas afines.

Comenzaremos por establecer una crítica constructiva del pensamiento marginalista y de la teoría subjetiva del valor para, a través de ella, ir desarrollando, y describiendo, las características del valor en este campo particular que constituye la Economía de la Empresa.

Hay que señalar que no se trata, en modo alguno, de teorías encontradas e irreconciliables, lo cual sería imposible por proceder la Economía de la Empresa como disciplina autónoma, de la propia Teoría Económica. Lo que en realidad se trata es demostrar cómo el grado de abstracción necesario para la construcción de una Teoría Económica general, no es compatible con la operatividad ni con el grado de objetividad exigido a los postulados de la Economía de la Empresa, por lo que ésta debe esforzarse en formular sus propias leyes de equilibrio, pero en un sentido más práctico, es decir, más cercano a la realidad.

Queremos también notar que el que se critique a la llamada "teoría subjetiva del valor" no significa en modo alguno que la Economía de la Empresa postule y defienda un

concepto objetivo de valor; sino que la "objetividad" y operatividad exigida a las formulaciones de la Economía de la Empresa hacen inválidas las proposiciones marginalistas en orden a su aplicación al quehacer cotidiano (a su utilización en la práctica).

Las críticas a las teorías marginalistas.-

La teoría de la utilidad marginal ha recibido numerosas críticas a lo largo del tiempo, y muchas de ellas son de considerable importancia. Sin embargo, todavía no se ha descubierto una alternativa que permita sustituir válidamente a la teoría de la utilidad marginal.

Por otro lado e independientemente de su validez o no, la teoría de la utilidad marginal ha sido la cuna de toda la moderna Teoría Económica, y ha contribuido muy positivamente al desarrollo de toda la Ciencia Económica (fundando campos tan importantes como por ejemplo la teoría de las necesidades).

Nosotros vamos a centrarnos en algunas de sus críticas solamente, y la selección la haremos con el criterio consistente en escoger aquellos cuya exposición contribuya en algo a la construcción de un concepto de valor aplicable a la empresa, o cuando menos nos muestre alguna de las posibles características que éste debiera tener.

La hipótesis de partida de todo el aparato económico basado en la utilidad, no es otra que la de maximización del beneficio, siendo éste el axioma clave de la Ciencia

Económica y consecuentemente el único fin del empresario.

Pues bien esta premisa no es aplicable al corto plazo, como tampoco lo es a una situación de competencia imperfecta.

La consecución de un máximo beneficio no es el fin único del empresario pues éste no lo perseguirá si no va acompañado de otras características, tales como el mantenimiento de una determinada capacidad de producción, de un fondo de comercio, de la evitación de conflictos legales, etc....

Si pensamos en el largo plazo el concepto de maximización del beneficio se desdibuja adquiriendo una indeterminación y una generalidad que lo convierten en un concepto desprovisto de operatividad y de significado como admite Joel Dean (1).

Hay que admitir por lo tanto que la teoría subjetiva del valor es solamente admisible, como indica R. Mattessich, a costa de una serie de hipótesis altamente restrictivas (mercado perfecto, largo plazo, etc...), lo que la convierte en un concepto no operativo cara a su aplicación al campo empresarial.

Además la teoría del valor no se preocupa tanto por la valoración de activos individuales, cuanto por el intento de construir una Teoría científica que explique de forma

(1) Dean Joel. Managerial Economics. Prentice Hall, Inc. N. York, 1.951. p. 28

general el problema del valor.

Fisher es el único autor que partiendo de la teoría subjetiva del valor de los bienes de consumo, trató de aplicar sus postulados a los bienes de producción, y esto por la vía de calcular todos los posibles futuros rendimientos que un activo puede generar, y efectuando la actualización de este valor al momento de referencia. (1)

Pues bien éste es quizá el nexo más importante entre el concepto genérico de valor de la Teoría Económica y las aplicaciones específicas de valoración en el campo empresarial.

Por su importancia y sistematización de lo expuesto en el párrafo anterior reproducimos a continuación la opinión del ya citado R. Mattessich sobre este particular, ".... Este método de medición del valor, ha influido profundamente en la economía empresarial, en la teoría de la contabilidad, en los presupuestos de capital, e incluso en la contabilidad de la renta nacional. Es el más importante nexo entre la economía y las disciplinas mencionadas, y el punto de inflexión en que la teoría del valor de los economistas llega a ser una teoría de la valoración...".

Así fue como gran cantidad de autores de los campos empresarial y contable se sirvieron de las teorías del valor y del capital de Irving Fisher para aplicarlo a los estados financieros, investigando las diferencias existentes entre ésta, que podríamos llamar "filosofía de la contabilidad económica", y los métodos propios de cada autor inten

(1) Fisher, Irving. The nature of capital and income. McMillan & Co., Londres, 1.906

tando la valoración del activo mediante procedimientos de actualización.

La crítica que G. Myrdal efectuó contra la teoría subjetiva del valor, es quizás la más fuerte de éstas, por estar dirigida a la raíz del sistema, es decir, a la aceptación de la utilidad como expresión del valor.

Dice Myrdal que el principal error de la teoría subjetiva del valor está en su aceptación de la filosofía edonista. Considera este autor que el fallo del sistema utilitarista radica en que pretende aplicar a un colectivo de personas, como es la sociedad, una serie de proposiciones que se han deducido en base a comportamientos de tipo individual.

Así dice: "... Las leyes económicas, es decir las proposiciones acerca de la forma de estas funciones (de utilidad) que se aplican a los individuos, se supone que se aplican en forma análoga a colectivos. Tales afirmaciones no son siquiera falsas: no poseen sentido alguno...".

"... La inconsistencia entre las premisas psicológicas y las deducciones metafísicas es bastante comprensible, desde nuestro punto de vista. La teoría del valor -como otras teorías con intenciones normativas- hace aparecer como posible la deducción mediante un proceso lógico de principios de política racional a partir de su análisis de los fenómenos sociales. El argumento de este libro consiste en que una deducción de esta índole debe implicar un error en alguno de sus aspectos: algún eslabón debe haberse

omitido en la cadena de razonamientos que van desde las de ducciones positivas hasta las conclusiones normativas. En este caso, el error reside en la hipótesis de las comparaciones interpersonales de sentimiento. El análisis se basa en la incomparabilidad, las conclusiones en la comparabilidad. El teórico es, a menudo, incapaz de descubrir este error, latente en su aproximación al problema, dado que parte ya con la finalidad de llegar a unas conclusiones im p l i c i t a s en su premisa..." (1).

Esta crítica de Myrdal que en parte es también aceptable a cualquier planteamiento de tipo normativo dentro del campo de las Ciencias Empresariales, nos lleva a afirmar la necesidad de introducir en el análisis de los hechos económicos los estudios Psicológicos y de la conducta humana.

Boulding por su parte critica la teoría de la utilidad marginal a partir de la necesidad de hipótesis altamente restrictivas para la validez de ésta.

Dice Boulding "una teoría que presupone el conocimiento de algo que no puede ser conocido es sin duda insuficiente como norma de conducta actual".

Hasta aquí nos hemos referido a autores que desde el propio campo de la Economía general han formulado críticas a la teoría del valor. Vamos ahora a ver las narracio-

(1) Myrdal, G. "The political element in the development of economic theory". Cambridge University Press. 1.955. p.22.

nes más importantes que a la aplicación práctica (no a la teoría en sí como ya dijimos) de la teoría subjetiva del valor se le han formulado desde el campo de las disciplinas empresariales.

Si analizamos la evolución de la creencia de que algún día se lograría un método de validez universal, para medir el valor, ha experimentado, podemos ver la inoperatividad de la llamada teoría marginalista.

Comenzaron los marginalistas por creer que era posible una medición directa de la utilidad; idea ésta que pronto abandonaron para decidirse por sistemas de medición indirectos, tales como el uso de las utilidades no cardinales sino ordinales.

Tras el fallo de este nuevo intento lo que hicieron fue invertir el proceso y en vez de determinar el precio a partir del valor pasaron a deducir el valor a partir del precio.

Es por esto que Wittman en su importante obra sobre este tema se pregunta: ¿cómo vamos a aplicar un concepto que para ser determinado debe acudir al fenómeno que debe explicar? (1).

Otra importante crítica es la formulada por un grupo de autores entre los que destaca Hans Mayer, los cuales

(1) Wittman, W. "Der wertbegriff in der betriebswirtschaftslehre". Köln, Westdeutscher verlag, 1.956. Citado por R. Mattessich.

no comprenden cómo aplicar el precio como determinante del valor en el caso de que la compra o incluso el consumo se realicen antes de conocer el precio. Para estos autores el fallo del razonamiento marginalista consiste en emplear un momento único del proceso económico.

La misma práctica diaria no refrenda en absoluto la idea de aplicabilidad de la teoría marginalista en tan to en cuanto que los conceptos de valor y valoración utili zados por las empresas no coinciden en absoluto con la idea marginalista del valor general. Cargando más las tintas pu diera decirse que ni siquiera es éste uno de sus componen- tes esenciales.

Conclusiones.-

• Vistas de modo general las principales objeciones al concepto de valor general acuñado por los marginalistas es quizá el momento apropiado para sacar conclusiones de estas críticas.

A nuestro modo de ver, éstas son de dos tipos: unas particulares y que atañen a características específicas en orden a la aplicabilidad del valor, y otras de tipo general que quizás son las más importantes.

En cuanto a las primeras pueden resumirse de la si guiente manera: en primer lugar debe quedar claro que medi ciones subjetivas hechas por un agente económico (o sujeto), con una finalidad concreta, no pueden ni deben revestirse de una validez general o universal, ya que cada individuo

valorará de forma diferente en función de sus necesidades y/o preferencias.

Intimamente relacionada con la anterior está la afirmación de que cualquier intento de normativización en el campo de la economía aplicada, tropezará con graves críticas y problemas, y no será válido en absoluto a menos que trate de acercarse a la realidad a través de estudios psicológicos y de la conducta.

La tercera conclusión específica consistiría, a nuestro modo de ver, en la necesidad de contemplar el proceso económico y consecuentemente el valor, como algo dinámico y en constante cambio, a diferencia de la concepción estática de una teoría formal del valor.

La cuarta y última característica que debe revestir cualquier concepto de valor en la Economía de la Empresa, es tener sumo cuidado en procurar evitar su identificación con los precios o los costos, ya que estos no son sino reflejos de ese valor que buscamos, y en modo alguno son el valor mismo.

En cuanto a las conclusiones de tipo general, dos son las más importantes:

La primera de ellas, consiste en la afirmación categorica de que -sin entrar en la validez o invalidez categorica de la teoría subjetiva del valor- puede afirmarse que el alto grado de abstracción de la misma y las hipótesis fuertemente restrictivas de las que parte, hacen que

el concepto de valor general que desarrolla, no sea de ninguna manera aplicable al campo empresarial; el campo empresarial por su especial naturaleza, eminentemente práctica, necesita de conceptos más concretos y operativos.

No nos atrevemos a afirmar de manera rotunda que la utilidad marginal no sea medible de ninguna forma, pues to que aunque desconfiemos de los intentos aislados y de laboratorio de autores como Von Neuman y Morgenstem(1) pa ra medir la utilidad, no por eso dejamos de reconocer que suponen una posibilidad y abren nuevas vías de investiga- ción en torno a este tema.

Hay que afirmar que si bien la teoría del valor es valida como instrumento analítico, no es aplicable a situa ciones prácticas donde las premisas de partida no se cum- plen..

La otra conclusión de tipo general que de las críti cas a la teoría subjetiva del valor se deduce, es que el va lor no depende de una sola causa, sino de varias; así como del momento y del contexto, que rodea a la valoración.

No queremos extendernos más en este apartado de con clusiones, pues si bien pensamos que era el momento -tras la exposición de los críticos- de hacerlas, también es cier to que esto nos desvía del objetivo de este capítulo, que no es otro que el análisis histórico-descriptivo de las

(1) Von Neuman y Morgenstern. "Theory of Games and Economic Behavior", Princeton Univ. Press. Princeton, 1.944.

distintas posiciones que en torno al valor se han adoptado en el campo de la Economía de la Empresa.

Concluimos este apartado remitiendo al lector al próximo capítulo en el que de manera más exhaustiva trataremos de desembarañar el concepto de valor en la empresa así como sus posibles implicaciones.

La evolución del pensamiento valorativo empresarial.-

Aunque autores como Ijiry (1) han afirmado que el problema valorativo se reduce a la operación aritmética de asignar precios a objetos, no por eso puede dejar de considerarse la evolución que este problema ha sufrido dentro del campo empresarial.

Veremos a continuación cómo de la idea del principio del coste histórico de los autores tradicionales, se ha ido derivando hacia la utilización de valores de mercado.

Tras esta exposición trataremos de recoger algunas de las ideas que a partir de 1.960 se han desarrollado con respecto a este tema y que sin ningún lugar a dudas, suponen una auténtica revolución en el campo de valoración en la economía de la empresa y que tras unos años de relativo olvido vuelven a presentarse como de rabiosa actualidad.

(1) Ijiry, Yuji, "Foundations of accounting measurement". Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1.967.

Las posiciones tradicionales en orden al valor y la valoración en la Economía de la Empresa y en la Contabilidad.-

Tanto la Contabilidad como la Economía de la Empresa han estado durante largos años asociando la idea de valor única y exclusivamente al coste de los bienes.

La versión que de esto hemos ido encontrando a lo largo del tiempo, nos muestra distintas remodelaciones o por decirlo de otra manera "refinamientos" de este concepto, pero sin variar básicamente su contenido.

Así se le han ido efectuando correcciones por vía del ajuste del mismo debido a diferentes causas, tales como la depreciación, la obsolescencia, etc...

Su larga pervivencia se debe básicamente a dos razones, como son: su fácil verificación y por otra parte el contenido de prudencia valorativa que encierra.

Otro de los argumentos esgrimidos por sus defensores es el alto grado de objetividad o de neutralidad que comporta. Suelen decir los contables que es preferible que el lector de un estado financiero establezca ajustes y correcciones a los datos presentados en base al criterio del coste histórico, que el proporcionar una información subjetiva y orientada hacia fines concretos.

Sin poner en duda la objetividad del criterio del coste histórico no puede olvidarse que su aplicación implica la exclusión de una gran cantidad de información que es básica para la toma de decisiones; y esto es debido a que

este criterio olvida que el valor de un objeto o de un suceso, depende en gran medida del momento y de las circunstancias que lo rodean; y la afirmación de la continuidad a efectos de valoración es, como afirma R. Mattessich una hipótesis excesivamente aventurada.

Todo esto ha llevado a la búsqueda de nuevas soluciones en torno al problema del valor en la Economía de la Empresa; soluciones que sean más operativas. Esto se ha intentado de varias formas, bien por la vía de los ajustes (por ejemplo en base al nivel general de precios), bien por la inclusión de otro tipo de correcciones.

Las tendencias actuales son como queremos mostrar en el resto de este capítulo intentos encaminados al acercamiento hacia el criterio del valor actual o del valor de mercado.

También se ha propuesto como solución la utilización de criterios múltiples (multivalue) consistentes en evaluar un activo con base a diferentes criterios, integrando o no los diversos resultados alcanzados (1).

No queremos pasar al campo de las modernas teorías sin referirnos antes a los intentos que con base en el balance se hicieron por Rieger, Smalembach y Schmidt, para mejorar la información que éste aportaba; aunque como todas las teorías contables caen en el error de tratar de identi

(1) Así, R. Mattessich o los estudios de la A.A.A.

ficar valor con precio, como más tarde se verá es una apreciación parcial y errónea.

El Balance estático, el Balance dinámico y el Balance orgánico.-

Quisiéramos recoger en este apartado cómo el balance, el cual presenta sin ningún lugar a dudas, el más antiguo resumen sistemático de las cuentas empresariales, ha ido desarrollándose a través de diversas teorías que han corrido paralelas con la evolución del pensamiento económico general.

Es interesante notar cómo el balance es un instrumento que se desvincula del pensamiento contable para tomar entidad propia; y esto ha llevado a que la Economía y más concretamente la Economía de la Empresa lo hayan considerado como la construcción contable más idónea para el conocimiento de la realidad económica (1).

Hay que señalar aquí cómo los distintos planteamientos acerca del balance difieren grandemente y esto fundamentalmente en base a dos cuestiones. La primera de ellas es la gran influencia de la evolución del pensamiento económico general sobre el balance. Así por ejemplo, la observación de la terrible crisis monetaria que se produjo tras la primera guerra mundial, llegó a una reelaboración de las ideas económicas que rápidamente quedaron plasmadas en el balance.

(1) En este sentido Fisher, Schumpeter, Morgenstern, Frisch, etc....

Por otro lado como afirma Santiago García Echevarría la diferencia de planteamiento entre los distintos autores ha llevado a sustanciales diferencias en cuanto a la concepción del balance. Mientras que un grupo de autores ha centrado su estudio en la valoración de cada posición del balance, lo cual implica la definición de los objetivos perseguidos; otro grupo se centra en la determinación del beneficio, lo cual ya es un objetivo en sí (1).

Todo lo expuesto en el párrafo anterior da lugar a dos direcciones. Una dirección que se conoce como la dirección NOMINALISTA, por descansar en el principio nominal de que "una peseta es siempre igual a una peseta"; y otra que descansa en la idea del valor sustancial y que se basa en el valor de reposición.

De entre las teorías más importantes que sobre el balance se han elaborado, vamos a escoger tres: la estática, la dinámica y la orgánica; por entender que su exposición contribuye a esta búsqueda del concepto del valor en la Economía de la Empresa.

El balance estático.-

La teoría estática del balance, también llamada teoría clásica (2) persigue un modelo de aclaración del contenido del balance. La teoría de Rieger como también se la conoce, no consiste sino en una cuenta monetaria; el

(1) S.G. Echevarría. Unidades Didácticas de Economía de la Empresa. Op. cit. Tema XXVIII

(2) El término estático lo aplicó E. Schmaltz al contraponer esta teoría con su teoría dinámica del balance.

resultado de la empresa sólo puede determinarse, en este modelo, en una "cuenta total" que abarque todos los períodos de la empresa. La diferencia entre capital propio a principio y a final del ejercicio económico, nos dará el beneficio del período.

La hipótesis de partida (de la cual deriva su nombre) no es otra que la consideración de la más absoluta y total estabilidad económica; lo que supone ausencia de influencias cíclicas, coyunturales, inflacionarias, etc. Como puede el lector suponer esta teoría se nos revela "afortiori" como insuficiente para reflejar una realidad cambiante como lo es una realidad económica.

El balance dinámico.-

Fue E. ~~Sch~~malembach en su obra "Die dynamische Bilanz" el primer autor que trató de elaborar un modelo de balance que si bien no puede considerarse como absolutamente correcto; si al menos trata de recoger de alguna manera aquel dato de resultado o beneficio, que tras la aplicación de una serie de correcciones para paliar las distintas influencias coyunturales (por ejemplo inestabilidad monetaria) del mismo, nos resulte útil como instrumento de información.

La idea de ~~Sch~~malembach se centra en dos polos: Por un lado acentúa la importancia de la cuenta de pérdidas y ganancias, tan intimamente vinculada al balance. Por otro lado la problemática de la valoración, le lleva a la búsqueda de valores cuyo margen de error permanezca constante a lo largo del tiempo.

La teoría de ~~Sch~~malenbach presenta el inconveniente de que, si bien es apta para su utilización a efectos prácticos, presenta serias lagunas teóricas al no desarrollar una concepción más completa de lo que es la valoración (1).

El balance orgánico.-

La teoría orgánica del balance se debe a Fritz Schmidt y recibe su nombre de la consideración que hace de la empresa, a la que considera como un órgano dentro de la Economía nacional.

Descansa la teoría de F. Schmidt en un intento de elu dir las influencias de la depreciación monetaria. Observó este autor como debido a la influencia del enorme grado de inflación sufrido por los alemanes en los años 20, el balance perdió todo su contenido informativo.

La tesis de Schmidt rechaza las consideraciones anteriores de que el balance viene definido por la diferencia entre los ingresos y los gastos. Por el contrario acentúa la búsqueda de un beneficio verdadero basado en bienes reales y no en dinero.

Se conoce también a esta teoría del balance como la teoría dualista; ya que considera que los objetivos del balance son dos: la determinación de los beneficios reales

(1) ~~Sch~~malenbach, E. El balance dinámico. I.C.J.C. Madrid, 1.950.

y la fijación de la auténtica situación de la empresa.

Rechaza Schmidt el principio marginalista y plantea el problema de los llamados "beneficios ficticios", al exigir la valoración de los productos transformados, no a los precios de coste, sino a los de reposición.

La principal aportación de Schmidt la constituye sin duda alguna, como dice S. García Echevarría "... la introducción de los planteamientos en orden al mantenimiento del valor sustancial de la empresa...". Aunque otros autores como K. Hax opinan más recientemente que el objetivo del balance, no debe buscarse en el mantenimiento del valor sustancial de la empresa, sino en el mantenimiento de la capacidad productiva de ésta y consecuentemente de su capacidad para generar beneficios (Earning Power).

Bien, tras estas ideas vertidas acerca del valor en la empresa por parte de los teóricos del balance, vamos sin más dilación a examinar las posiciones de aquellos autores modernos que han impulsado el paso del criterio del coste histórico, como único y exclusivo exponente del valor, hacia otros planteamientos menos exclusivistas y más orientados en su mayoría hacia el valor de mercado.

EDWARDS y BELL.-

Tratan estos dos economistas de la empresa de acercar los conceptos Contable y Económico de resultado de la empresa.

Consideran estos autores que el resultado histórico

de la empresa está compuesto por dos elementos diferentes, como son: el resultado esperado y el inesperado o imprevisto.

Para estos autores el criterio esencial de ordenación de los activos no es otros que la diferencia existente entre las estimaciones "ex ante" y subjetivas de la dirección, y los resultados "ex post" y colectivos del mercado.

Pues bien hay que tratar que esta diferencia, a la que ellos llaman "fondo de comercio subjetivo", alcance el mayor valor posible. Afirman que "... los datos contables deben proporcionar por separado, periódicamente: 1) una meda exacta del beneficio de las operaciones, y 2) una medida exacta de las ganancias realizables procedentes de la posesión de activos cuyo valor se ha incrementado. Estos son los elementos claves para la valoración de la gestión de las actividades propias. Proporcionar esta información es la función principal de la Contabilidad. Pero, tales datos son válidos para la valoración global de la gestión, es decir, para medir el resultado de una empresa por factores exógenos. Más aún: estos datos, agregados, proveen de la información necesaria para la contabilidad input-output y de la renta nacional, útiles para la medición de los resultados de todo el sistema económico.

Otras dos fuentes de información que, aunque de menor importancia para el proceso de valoración, son de vital significación dentro de una Contabilidad orientada a su segunda función por orden de importancia, es decir, a la

presentación de datos para la fijación de un criterio justo de imposición, son: 3) un registro de beneficios conseguidos, realizados realmente por activos cuyo valor se ha incrementado desde el momento de su adquisición, bien mediante la venta directa del activo (como ganancias de capital realizadas) o por su utilización en la producción de bienes que son vendidos posteriormente (ahorro realizado de costes); y 4) la división de todos los beneficios en dos partes: real y ficticia, consistente ésta en los beneficios monetarios producidos como consecuencia exclusiva de variaciones del nivel general de precios.

Estos son los datos precisos para los informes sobre beneficios y sobre la situación financiera en caso de que quieran alcanzarse los fines de la Contabilidad. En la práctica contable actual, no se posee nada de esto:....".

El intento de Edwards y Bell ha cristalizado en el desarrollo de una gran cantidad de conceptos en los que la valoración de activos se hace a través de valores corrientes y no a través de valores históricos como lo era el precio de coste.

Esto nos lleva a la formulación de un concepto de beneficio empresarial que difiere fuertemente del clásico beneficio contable.

Definen estos autores el concepto de "resultado subjetivo esperado" como la cantidad que puede ser pagada como dividendos en cualquier período sin disminuir el valor subjetivo de la firma, así tenemos que:

$$R_s = i V_{s_1} = V_{s_2} - V_{s_1}$$

siendo,

R_s = Resultado subjetivo esperado.

i = Tipo de interés.

V_{s_1} y V_{s_2} = Valor subjetivo al principio y final del período de referencia.

Tras esta exposición "ex-ante" vamos a pasar ahora a la exposición "ex-post" o resultado realizable esperado. El cual puede ser definido como el dividendo que puede ser pagado a los accionistas al final del período sin que éste perjudique el valor de mercado de los diversos activos.

Pues bien a la diferencia entre esos dos conceptos (ex-ante y ex-post) es a lo que Edwards y Bell denominaron "Fondo de comercio subjetivo"; el cual no consiste en otra cosa que en la estimación actualizada de los rendimientos futuros.

El beneficio empresarial lo conciben estos autores como un beneficio a largo plazo, como un beneficio medible y útil; teniendo además la ventaja de evitar las distorsiones producidas por la utilización de valores basados en los costes históricos.

Vamos a tratar de resumir en una serie de fórmulas los conceptos que sobre esta teoría del resultado de la Empresa de estos autores hemos vertido en los párrafos anteriormente expuestos.

VALOR CORRIENTE DE LOS OUTPUTS
 - VALOR CORRIENTE DE LOS IMPUTS
 BENEFICIO OPERACIONAL CORRIENTE
 + GANANCIAS DE CAPITAL REALIZABLE (1)

BENEFICIO EMPRESARIAL

VENTAS EN VALORES CORRIENTES
 - GASTOS EN VALORES (COSTES) HISTORICOS
 BENEFICIO OPERACIONAL CORRIENTE
 + GANANCIAS DE CAPITAL REALIZADAS

BENEFICIO CONTABLE

Vemos cómo la contabilidad tradicional engloba en la elaboración del beneficio las ganancias de capital realizables a diferencia de la idea de Beneficio Empresarial de Edwards y Bell que recogen las ganancias de capital (o ahorro de costes) realizable.

(1) COSTE CORRIENTE DE LOS ACTIVOS AL FINAL DEL PERIODO
 - COSTE CORRIENTE DE LOS ACTIVOS AL PRINCIPIO DEL PERIODO

 AHORRO DE COSTES REALIZABLE

INGRESOS POR VENTAS DE ACTIVOS
 - COSTE HISTORICO DE ESOS ACTIVOS
 (MENOS SU DEPRECIACION)

BENEFICIOS O GANANCIAS DE CAPITAL REALIZADAS.

(1) Fuente.... R. Mattessich. Contabilidad y Métodos Analíticos. Op. cit.

Como ha podido observarse las propuestas de Edwards y Bell se basan en el abandono de los costes históricos y en la sustitución de lo realizado por lo realizable.

Otros conceptos por ellos utilizados y que complementan lo ya expuesto son los siguientes:

Valor de mercado de la empresa al final del período
 - Valor de mercado de la empresa al principio del período

Beneficio realizable

Valor subjetivo de la empresa al final del período
 - Valor subjetivo de la empresa al principio del período

Beneficio subjetivo

Valor subjetivo de la empresa
 - Valor de mercado de la empresa (activo-pasivo)

Fondo de Comercio subjetivo

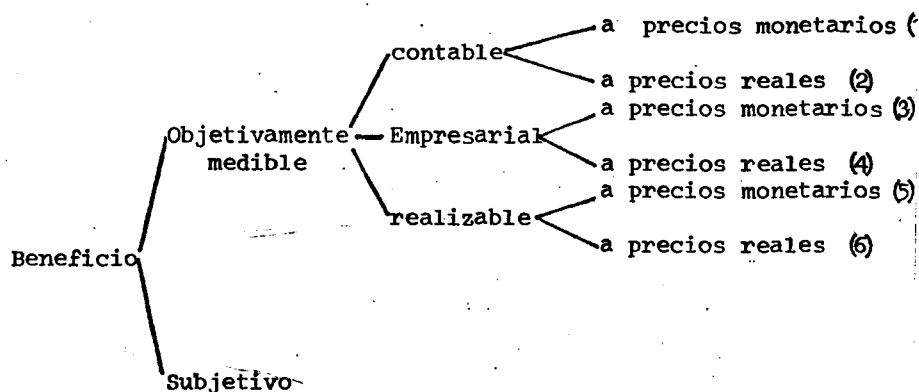
y finalmente

Beneficio subjetivo
 - Disminución del fondo de comercio subjetivo

Beneficio realizable

Vemos como estos autores al tratar de separar las ganancias ficticias de las reales en base a los cambios en el nivel de los precios, a la consideración del tiempo, y a

la distinción entre los resultados de explotación y los del patrimonio de la firma nos desarrollaron seis conceptos de beneficio que exponemos en el siguiente cuadro:



(*) Los precios reales incluyen los cambios en el nivel general de precios.

Por último y para terminar con esta breve exposición de las teorías de estos autores, diremos que pese a lo expuesto, estos autores acaban decidiéndose por el concepto de coste histórico en vez de hacerlo, por ejemplo por el de coste de oportunidad, cuando proceden a la práctica de la valoración (esto ocurre en la aplicación activos concretos que hacen en la segunda parte de su obra).

Hay que coincidir con M. Mattessich y con Peter J. Dickerson en que las propuestas de Edwards y Bell pese a las dificultades que presentan a la hora de su aplicación (como lo demostró el intento del propio Dickerson) (1) sirven para mostrarnos los datos contables tradicionales de una forma más cercana a la realidad; y los ajustes que en

(1) Dickerson, profesor ayudante junto a R. Mattessich de-

los datos contables producen, nos transportan a una escala de valor mucho más práctica y operativa que la del coste histórico. Sobre todo en orden a la toma de decisiones en la empresa.

(cont. cita pág. anterior)

sarrolló en su tesis doctoral una aplicación a la obra de Edwards y Bell, cuyas conclusiones fueron recogidas por R. Mattessich en su obra "Accounting and analitics methods".

Los principios de Sprouse y Moonitz.-

Sprouse y Moonitz (1) son dos pensadores procedentes del campo contable que han desarrollado una serie de propuestas valorativas cercanas a las de Edwards y Bell, pero en términos contables, lo que las hace más aplicables a la práctica empresarial; si bien este aferramiento al pensamiento contable y consecuentemente a la identificación de valores con precios, hace que sus propuestas pierdan bajo un disfraz de neutralidad- gran parte de su operatividad al campo gerencial (2).

Desarrollan estos autores ocho principios de valoración, los cuales vamos a enumerar y a explicar brevemente.

1.- Principio de realización (hay que imputar el beneficio a todo el período y no al momento de la venta).

2.- Principio de separación del beneficio (supone que existen cambios en los recursos, debidos a causas como son los cambios en el nivel de precios o en los costes de reposición, etc...).

3.- Principio de inclusión en el balance de situación (implica valorar los activos haciendo caso omiso de la forma en que fueron financiados).

4.- Principio de valoración del activo (este principio afirma que es necesario medir los servicios futuros,

(1) Sprouse y Moonitz. Accountancy Research Study. AICPA. N. York 1962.

(2) Pero a este problema nos referiremos en capítulos posteriores.

y esto debe hacerse en tres fases, consistentes en: a) Ver si existen, b) Estimar su cantidad y c) elegir un criterio para su valoración, el cual puede ser un precio histórico, actual o de reposición o futuro, como el valor de venta actualizado).

5.- El principio de valoración del pasivo a liquidar en efectivo (recomienda este principio el descuento de los pagos futuros al tipo de interés correspondiente).

6.- Principio de valoración del pasivo a liquidar en bienes no monetarios (aquí aconsejan el valor en venta como criterio más adecuado para la valoración de este pasivo).

7.- Principio de clasificación de los fondos propios (recomendando la separación entre capital, beneficios no distribuidos, etc...).

8.- Principio de clasificación de los componentes del beneficio (que obliga a la previa definición de éstos).

Pese a las numerosas críticas que estos principios han recibido, no por eso dejan de mostrarnos una serie de inteligentes ideas (sobre todo en el principio número 4, en orden a la definición de un concepto de valor y de valoración que sea realmente operativo en el campo empresarial superando entre otras cosas el dogmatismo contable).

Los cambios en el nivel general de precios.-

Pese a los intentos en orden a introducir la idea de valor actual como sustitutiva de la de coste histórico,

el pensamiento contable a través de una de sus más prestigiosas instituciones: el American Institute of Certified Public Accountants quiso que, tras el estudio de Sprouse y Moonitz (por ellos patrocinado en 1.962) apareciera a la luz pública en 1.963 un trabajo elaborado por un grupo de investigación de la propia AICPA sobre las fluctuaciones en el valor de los bienes y su posible corrección a través de reajustes basados en los cambios en el nivel general de los precios.

Como dice R. Mattessich es más fácil convencer a los contables de que acepten cambios en el balance a través de estados financieros suplementarios basados en las fluctuaciones en el nivel general de precios, que hacerlos aceptar la idea del criterio valorativo del coste actual o del valor del mercado.

No nos extendemos más sobre este punto por tratarse más ampliamente en el capítulo posterior; pero baste decir que una cosa son correcciones al poder adquisitivo basadas en la inflación o deflación y otra muy distinta la variación de los precios de los bienes individuales.

La aportación de R. Mattessich.-

Es quizá el profesor Richard Mattessich en sus múltiples trabajos sobre este tema, quien mejor ha sistematizado las ideas en torno a la elaboración de una teoría del valor y de la valoración aplicable al campo gerencial.

En su obra, tantas veces citada, "Contabilidad y mé

todos analíticos", tras exponer las distintas ideas que sobre el valor y valoración se han elaborado en los campos Económico, Contable y Empresarial (así como en el campo de la teoría de la decisión) trata de sistematizar todos ellos bajo una estructura lógica y coherente.

Tras una crítica de la idea de utilidad marginal como sistema de medición económico, pasa este autor a defender la idea del coste de reposición y posteriormente adopta las ideas del campo de la investigación operativa y de la programación lineal. Coincide este autor con estas últimas en afirmar que es preciso reconocer una multiplicidad de objetivos (implican determinados juicios de valor) y que cada uno de ellos dará origen a distintos sistemas de valor (1).

Las ideas de Erich Helfert.-

El profesor Erich Helfert en su obra "Valuation concepts and practice" (2) trata de recoger todos los más importantes conceptos acerca de la valoración empresarial que han sido vertidos por los diferentes autores y que se encuentran normalmente dispersos entre la literatura económica y la financiera.

Considera este autor al valor como algo subjetivo y lo define en términos de utilidad o interés relativo de bienes y servicios para individuos aislados en particular o para la sociedad en general.

(1) Todo esto se analiza en el capítulo posterior.

(2) Helfert, Erich. "Valuation concepts and practice", Wadsworth Publishing, Belmont, California, 1.966.

Opina también Helfert que si bien las principales categorías del valor son la del valor de mercado y la del valor de reposición. Es muy importante conceder atención a la capacidad para generar beneficios futuros y a las influencias psicológicas e institucionales.

Rechaza por último las valoraciones de tipo contable basadas en los costes históricos, inclinándose por la actualización o el descuento de Cash-flows.

Otras propuestas valorativas procedentes del campo contable.

Antes de cerrar este apartado referente a los distintos autores que en las últimas décadas han tratado de encontrar soluciones válidas, cara a la elección de criterios de medición del valor, se hace necesario citar algunos intentos en la búsqueda de conceptos más operativos y con mayor contenido informativo cara a la toma de decisiones empresariales. Hay que citar otros intentos como el del profesor R.J. Chambers con su aportación sobre los tipos de variación de los precios, el del profesor Robert Sterling y su defensa de los precios corrientes del mercado como criterio valorativo, y también la propuesta de la ASOBAT (1) en orden a la admisión de presentaciones multivariantes de la información y la importancia del good-will como elemento de elaboración (coincide este estudio con bastantes de las ideas acuñadas por Mattessich).

Bien, por último y como cierre de este capítulo nos

(1) ZLATROVICH, Ch., y otros, Committee to prepare "A Statement Of Basic Accounting Theory (ASOBAT)... op, cit.

referiremos a los conceptos valorativos aportados por la Investigación Operativa, el campo financiero y la teoría de la decisión.

La investigación operativa y el problema del valor.-

No podíamos concluir esta breve historia del pensamiento económico-empresarial con respecto al fenómeno del valor, sin tomar en consideración las importantes aportaciones que a este campo se han hecho, desde el lado de la Investigación Operativa.

La obra de Churchman (1) "Prediction and optimal decisions" marca un hito clave en la historia del valor en la Economía de la Empresa. Nos muestra esta obra la panorámica existente, para pasar tras una dura crítica al intento de crear un verdadero concepto científico del valor en la Economía de la Empresa.

No es fortuito el que esta obra lleve por subtítulo el sugerente nombre de "Philosophic Issues of a Science of values"; pues la obra constituye (y en esto coincide con nuestro intento) un esfuerzo de aproximación entre filosofía y ciencia económica.

La obra supone un intento valiente de pasar de una Economía de la Empresa de tipo práctico (remedios técnicos) a una construcción que permita el asesoramiento sobre decisiones de carácter normativo e incluso ético.

(1) Churchman, C. West. "Prediction and Optimal Decisions" Englewood Cliffs, Prentice-Hall, N. York, 1.961

Churchman dedica gran parte de su libro a la crítica con fines constructivos, de las doctrinas contables en orden a la medición del valor.

Los principales argumentos que esgrime este autor se centran en cuatro puntos, como son:

1. El que la contabilidad delimite los intervalos de tiempo cara al cálculo del beneficio.
2. El que no considere los costes de oportunidad (si bien utiliza otros sistemas de medición de costes como los Standard).
3. El que tenga que acudir al prorrateo de los gastos generales, y
4. La no influencia de tipo motivacional o psicológico en el cálculo de los costes.

Por entender que la exposición que Churchman hace de estas críticas en las páginas 50 y 51 de su libro hablan por sí solas, no queremos extendernos más sobre este punto limitándonos a reproducir el resumen de éstas que él mismo efectúa en la página 57 de su libro, así, "... Cualquir negocio o industria se enfrenta con el problema de la adquisición o no adquisición de activos, o al de su utilización o no utilización una vez adquiridos. Para este tipo de decisiones sólo la adquisición y el uso son materias que quedan registradas en el típico asiento de resultados. Si el ejecutivo omite la compra de un activo, no queda reflejado directamente ningún "coste". De modo análogo, de no utilizar el activo que "posee", tampoco se registra coste alguno en el estado. Estos costes ocultos son los costes de "oportuni

dad" tan conocidos como desestimados. Desde el momento en que se admite que son realmente costes, se hace patente que la columna del beneficio en el estado de resultados, deja de ser necesariamente un índice que el ejecutivo debe intentar optimizar...".

"... Puede alegarse, desde luego, que los costes de oportunidad ya aparecen en los estados de resultados en forma indirecta, a causa de que la posesión antieconómica o la no adquisición de un activo a largo plazo generan menores beneficios. En realidad, es por esto que estas ineficiencias se consideran "costes". Pero el problema es el siguiente: ¿Cómo reconocemos cuando una columna de beneficio es menor de lo que debe ser? La respuesta es difícil, simplemente porque ningún negocio o industria lleva sus registros o anotaciones en forma tal que pueda concretarse a una respuesta a la pregunta anterior...".

Pero pese a la importancia de las críticas que Churchman formuló contra las teorías clásicas, no fue capaz con lo que él denominó su "teoría de las transacciones" (basada en el principio de maximización) de desarrollar un sistema aplicable y operativo; y él mismo reconoció la gran cantidad de concesiones que debían hacerse al pensamiento clásico para que su sistema funcionase.

Aún reconociendo la ineficiencia de la teoría de Churchman no cabe duda que su obra fue un intento clarificador, y ha ayudado mucho, al estudio y avance en este campo.

El valor en el área de la programación lineal.-

El que el intento de Churchman de construir un sistema cerrado para medir el valor, basado en la teoría de la maximización del beneficio, no llegase a conclusiones excesivamente prácticas, no supone en modo alguno que las técnicas de optimización o suboptimización parcial tengan que ser desterradas del campo de la valoración y por ende del de la Economía de la Empresa.

Una cosa es que no se acepte la idea de maximización del beneficio como principio conceptual absoluto o axioma básico; y otra muy distinta en negar el valor de las técnicas de optimización como instrumento analítico a aplicar por la Economía de la Empresa.

Pues bien la metodología de este área consistente básicamente, en la elección de una determinada función objetivo y la consideración de una serie de restricciones con respecto a la optimización de ésta (tales como condiciones de no negatividad, etc...) pueden servirnos para el cálculo del valor de una empresa a través del objetivo de minimización de su coste de oportunidad total (al cual deben de evaluarse los recursos utilizados).

Es ésta una aproximación muy teórica al problema del valor, pero no por eso pierde su interés, pues nos muestra cómo la programación lineal es un modelo claro y comprensible de aclaración (si bien un modelo ideal) del problema del valor en la empresa.

Otro importante aspecto de la valoración mediante la programación lineal, lo constituye su aplicación en el

Área de las economías planificadas.

La existencia de una economía totalmente planificada hace que sea posible, al menos teóricamente, la determinación de aquella estructura de precios que optimice la asignación de recursos sin ningún mecanismo de mercado.

Es por esto por lo que, como dice Mattessich citando a Campbell "... desde Kantorovich que fue el primero en desarrollar las ideas básicas de la programación lineal, los rusos reclaman para sí el mérito de la resolución del problema del valor...".

Otras aportaciones del área de la dirección de empresas.-

El descubrimiento de la programación lineal y su aplicación al campo de la Economía, trajo consigo la elaboración de teorías con mayor sentido práctico sobre el presupuesto del capital y la posibilidad de crear modelos que trataran de forma simultánea los problemas de inversión y los de financiación.

Pueden concretarse estas modernas teorías, procedentes en su gran mayoría de las teorías de la financiación, en estos tres aspectos:

- 1º.- Aplicación de la programación lineal.
- 2º.- Mejora de los métodos de valoración basados en el descuento de las entradas y salidas previstas.
- 3º.- Cálculo del valor de la empresa a través de

procedimientos estocásticos de valoración de sus acciones.

De entre los primeros cabe citar a Massé (1.959), Albach (1.960-1.962) y los americanos Charner, Cooper y Miller (1.957). Entre los segundos a Modigliani y Miller (1.956), Durand (1.959), Gordon (1.959), etc... Dada la importancia de estas líneas de investigación vamos a dedicar en el capítulo de valoración de empresas un importante apartado a estos autores y a sus teorías.

El valor en la teoría de la decisión.-

Los autores del campo de la teoría de la decisión, son quizás los que más claramente han captado el fenómeno del valor y consecuentemente han tratado de acercarse a él.

De la multitud de teorías que en torno al tema se han elaborado, tanto con referencia al concepto de valor, como a su existencia misma, o a los reflejos de éste en los distintos objetos y sucesos, hay que sacar una importante conclusión: consiste ésta, y así lo han visto algunos autores de esta disciplina, en el reconocimiento de una serie de valores y no de un valor único. Esto implica que una posible solución al problema valorativo bien pudiera encontrarse a través de una concepción funcional de la valoración. Una concepción de la valoración que reconozca la posibilidad de una pluralidad de modelos orientados hacia diferentes objetivos.

Autores como N. Smith, Schaufers, o Engels han aceptado este punto de vista y sus ideas pueden resumirse a la

manera de cómo lo hace Mattessich en estas cuatro motivaciones o aportaciones:

- 1ª.- Reconocimiento de la posibilidad de múltiples medidas (en función de objetivos diferentes) con respecto al valor.
- 2ª.- Utilización de las probabilidades a priori (de purándose de este modo el proceso de valoración).
- 3ª.- La formulación explícita, a efectos de valoración, de criterios de decisión y funciones objetivas.
- 4ª.- Acentuación y especificación del contexto en el cual se realiza la valoración.

Conclusiones.-

Como opina Daniel L. McDonald en su artículo "Feasibility criteria for accounting Measures" publicado en la Accounting Review; de los dos problemas básicos en orden a la medición en la empresa, como son el ¿qué debe medirse? y el ¿qué puede medirse?, los autores se han preocupado más por el primero que por el segundo.

La diversidad de criterios es impresionante, ya que mientras la A.A.A. (American Accounting Association) incluye entre los valores a medir el current cash-value; Edwards y Bell al igual que Sprouse y Moonitz se centraron en el valor de reposición y Chambers en el de venta, cuando quizás lo más importante era buscar ¿qué características necesitaba

poseer una medida del valor para que fuera válida y operativa? ¿Relevancia? ¿Permanencia? ¿Fiabilidad?. Esto se verá en apartados posteriores.

Es interesante por otro lado observar como el problema de la valoración se ha ido desplazando desde la medición de la utilidad de forma directa hasta la obtención del valor por deducción a partir de un juicio de valor que se supone dado; y que varía con los autores, la finalidad, etc.

Otra de las conclusiones que pueden obtenerse es la de la escasa validez como teoría general, que tanto las proposiciones del campo contable como las del campo de la Economía de la Empresa tiene. La razón fundamental de su inoperancia cara a una teoría general, reside básicamente en su desconexión y unilateralidad. Unilateralidad que descansa en un determinado juicio de valor; y esto como es lógico, no constituye ninguna ciencia de carácter general.

No nos extendemos mas en estas someras conclusiones, ya que el análisis detallado de los conceptos vertidos en este capítulo y en el anterior, se realizará en el apartado siguiente.

EL VALOR EN LA
ECONOMIA DE LA EMPRESA

EL CONCEPTO DE VALOR
EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA

EL CONCEPTO DE VALOR EN LA ECONOMÍA DE LA EMPRESA

Muchas son las notas y atributos que hemos ido con firiendo y desvelando acerca del concepto del valor. Muchas y contradictorias a veces son las definiciones que los manuales de la Economía de la Empresa y de las disciplinas afines suelen ofrecernos sobre este concepto. Llega pues el momento de recopilar las ideas hasta aquí vertidas en este trabajo, en relación con este tema, para completarlas y tratar de ofrecer una visión, lo más clara y objetiva posible, del significado que el valor y su medición tienen dentro de la Economía de la Empresa.

No vamos a caer en el error de tratar de dar una definición de lo que por valor se entiende en la Economía de la empresa, ya que ésta presentaría serias lagunas (dada la amplitud y complejidad del valor) o por el contrario caería en una amplitud que la haría totalmente inoperante.

La metodología que vamos a seguir consistirá en ir apuntando, así como analizando, aquellas particularidades de este concepto en relación con la empresa, que nosotros con sideramos de mayor importancia, así:

Se hace necesaria la distinción entre el valor en la Filosofía general, como madre de todas las ciencias, y las ciencias sociales aplicadas entre las que se encuentra la Economía. Mientras que en aquélla el concepto de valor es algo abstracto y de contenido difícilmente cuantificable, en ésta trata de convertirse en un concepto aplicado y por ende con utilidad medible y cuantificable.

También ha quedado clara la distinción entre la concepción del valor en la Teoría económica y la Economía de la Empresa y disciplinas afines; el concepto que del valor se tiene en la Economía general presenta dificultades -debido a su alto grado de abstracción- cara a su utilización práctica, acercándose más a concepciones de tipo filosófico que a la concepción de valor acuñada por la Economía de la Empresa (que presenta un marcado carácter operativo, aún a riesgo de perder objetividad y generalidad). El concepto o mejor dicho los conceptos del valor utilizados en el campo económico-empresarial ~~presentan~~ un carácter mucho más práctico que científico.

La Economía de la Empresa ha partido -conscientemente o no- de la idea de que los fenómenos valorativos pertene~~cen~~ a la esfera del comportamiento selectivo de las personas (ya que los comportamientos reflejos no suponen elección ni valoración alguna) por lo que sus límites no son claros y obligan a un tratamiento subjetivo del problema en cuestión. El acento en el área de la investigación en estos temas ha pasado de la búsqueda de un concepto de valor objetivo, a la preocupación por los fenómenos de valoración; ha pasado del ¿qué medir? al ¿cómo medir?. Ya no preocupa tanto el concepto del valor sino su determinación, pues su existencia se da por supuesta.

En esta misma línea de pensamiento se ha pasado de la consideración del valor como algo objetivo; a la unánime opinión de que se trata de algo subjetivo; de algo abstracto que sólo tiene sentido cuando se concreta con relación a un objeto a valorar.

El valor se concibe en la Economía de la Empresa como una relación sujeto-objeto. Solo hay valor por y para un objeto concreto y no existe el valor en abstracto, sino los valores concretos. El valor sólo puede ser definido, y por ende medido, por vía de consecuencia y en relación con un objeto concreto y con un objetivo específico.

El término valor sólo tiene sentido cuando va unido a otra palabra, así siempre hablamos en economía del "valor de..." y no de valores en abstracto (1).

Antes de seguir adelante quisiéramos mostrar dos notas de la actual concepción del valor en la economía de la empresa que ayudarán sin duda a comprender el resto del trabajo. Son éstas el divorcio existente entre valor y precio y la importancia concedida a la dependencia del futuro en la medición del valor.

En cualquier sistema económico que se base en el intercambio de bienes y servicios, y por lo tanto en la división del trabajo los bienes de naturaleza económica son valorados mediante precios. A estos precios se les ha venido denominando tradicionalmente "valores objetivos" ya que en una economía de mercado se entiende que son el reflejo del valor que la pluralidad de oferentes y demandantes que constituyen el mercado adjudican a cada bien concreto. No vamos a entrar ahora en la validez de este aserto, pero difícilmente puede concebirse que para definir el valor haya que

(1) Fisher, I. The nature of capital and Income. McMillan Co. Ltd. Londres, 1.926.

acudir a uno de sus reflejos (el precio), ya que de modo si milar se podría argüir que el valor es el reflejo del precio y no al contrario. Dejando a un lado esta discusión de la que ya hicimos eco anteriormente, al criticar las teorías marginalistas de la utilidad; no nos queda más remedio que acudir a otro tipo de definición del valor cuando el bien a valorar no goza de un mercado regido por la ley de la oferta y la demanda. Es este el caso de las valoraciones unitarias de la empresa, ya que al no existir un mercado de empresas, difícilmente podrá acudir al precio, para medir el valor de un conjunto de elementos heterogéneos y ordenados con relación a la consecución de un fin. Es por esto por lo que las investigaciones en el campo de la economía de la empresa (sobre todo de la teoría económica de la empresa) se han afanado en la búsqueda y construcción de nuevos modelos de valoración.

Las teorías utilitaristas en su intento de dar una explicación satisfactoria al fenómeno del valor tropezaron con que, si bien sus argumentos podían ser considerados como válidos, en relación con los bienes de consumo, difícilmente eran aplicables a los bienes de producción. Fue Irving Fisher (1) el primer autor que esbozó una solución válida a este problema al afirmar que el valor de los bienes dependía de su capacidad presente o futura para satisfacer necesidades. De esta forma puede hablarse del valor de los bienes de producción mediante la oportuna actualización de la

(1) Fisher, Irving. Op. cit.

utilidad que los bienes por ellos transformados van a reportar. Pues bien, esta concepción del valor de un bien en función de la actualización de la corriente de utilidades futuras que proporcione; no sólo da una explicación satisfactoria a la valoración de los bienes de producción, sino que sirve de entronque entre las ideas valorativas en el marco de la Teoría económica y en el de la Economía de la empresa, marcando un hito decisivo en la investigación en este campo (1).

Tras estas breves consideraciones acerca de los precios y su independencia del valor, y la relación existente entre valoración y futuro, vamos a continuar analizando lo que supone el que el valor se conciba como una relación sujeto-objeto en función de un objetivo determinado.

La afirmación contenida en el párrafo anterior implica que la diversidad de objetos, de sujetos valoradores y de objetivos o finalidades posibles implica una posible multiplicidad de valores en relación a un mismo bien (2). El valor consiste como afirman algunos autores en la importancia que atribuimos a un determinado bien (3).

La relación sujeto-objeto puede estar fundamentada tanto sobre un interés de naturaleza material como de naturaleza ideal.

(1) La obra de Irving Fisher fue el punto de partida de toda la moderna Teoría de la Inversión.

(2) Jaensch, G. Op. cit. p. 25.

(3) Viel, Bredt y Renard. Op. cit. p. 2.

Resulta interesante observar como el valor económico por depender de un fin u objetivo constituye un valor extrínseco, mientras que en otros campos tales como el artístico, cabe la existencia de valores de naturaleza intrínseca, ya que su existencia no viene determinada con relación a un fin (por ejemplo, el valor artístico de un cuadro) (1).

Quisiéramos recordar ahora la necesaria distinción entre valor (y consecuentemente valoraciones parciales en la empresa) y la consideración de ésta, cara a la determinación de su valor unitario. El valor unitario de la empresa comporta una serie de características, tales como su dependencia del futuro, su necesidad de englobar componentes heterogéneos o el gran peso que cobra en estos casos la finalidad de la valoración que le hacen susceptible de un tratamiento especial.

En general cuando hablamos de valor unitario o valor global de una empresa, solemos hacerlo mediante la consideración de ésta (a efectos de síntesis) como un conjunto organizado, en orden a la consecución de un determinado fin, que usualmente suele ser la consecución de beneficios. En este sentido afirmó Gunter Jaensch que el valor unitario de la empresa es la imagen de ésta frente a su finalidad. Cabe también aquí distinguir entre valor objetivo unitario y valor subjetivo unitario, en función de que la finalidad perseguida en la medición sea de carácter particular, o por el contrario sea ajena al sujeto que valora (2).

(1) Viéi, Bredt, Renard. Op. cit. p. 2

(2) Jaensch, G. Op. cit. p. 25.

Antes de dar una definición de lo que se entiende por valor subjetivo y valor objetivo de una empresa, quisiéramos explicar brevemente (1) lo que ambos términos significan en el campo del que nos ocupamos.

En el campo económico donde la incertidumbre es la nota característica, dado que operamos con predicciones sobre un futuro incierto, resulta difícil hablar de objetividad. Por otra parte la Economía es una ciencia de carácter social, por lo que no se encuentra libre de juicios de valor; de ahí la existencia como algo necesario de las valoraciones. Por todo esto cuando hablamos de valores objetivos ó de objetividad en las mediciones, no debe entenderse esto, tanto en el sentido de independencia de la medida de la persona que valora y validez absoluta de la misma, como medición que goza de un alto grado de consenso, y que es a la que llegarían la mayoría de los medidores. Se sabe que el valor es algo subjetivo pero también se necesita hacer mediciones del mismo que gocen de una cierta objetividad (consenso) para su necesaria operatividad. Los contables han perseguido incansablemente la búsqueda de un sistema de medida del valor que tuviera validez universal (objetivo) pero esto es imposible y a lo más que podemos llegar es al establecimiento de reglas comunes para valorar modelos de valoración y sistemas de medida.

Dejando por el momento este tema del que nos ocupamos en otro capítulo de este trabajo vamos a establecer qué se entiende generalmente por valor objetivo y subjetivo

(1) Ver "La objetividad en la medida" en este mismo trabajo.

de una empresa en relación con el logro de su finalidad más común (obtención de beneficios).

Así: Valor subjetivo de una empresa es la estimación que un sujeto particular tiene de la misma de acuerdo con su finalidad concreta y las utilidades futuras que espera obtener de la misma. Por el contrario, el valor objetivo sería, tal como lo entiende Jaensch, el valor a atribuir a una empresa haciendo caso omiso del interés particular de la persona que valora, (cuando se distingue entre valor y valorador buscando una medida operativa que goce de relevancia y pertinencia) y tratando de determinar la capacidad de la empresa para obtener beneficios independientemente de quien la dirija o quien sea su propietario (1).

Cada vez se afianza más la idea de que toda valoración es fruto de una serie de características y circunstancias particulares. Entre estas particularidades cabría citar además de la finalidad concreta de la misma, su dependencia del contexto que la rodea, del momento de tiempo en el que se realiza y del sistema de medida que se adopte. Veamos qué significan cada una de las afirmaciones anteriores.

El entorno o contexto que rodea cada valoración concreta se ha revelado en los últimos años como factor de vital importancia para el examen de cualquier valoración que

(1) Jaensch, G. Op. cit. p. 24 ss.

se realiza en la empresa. Así no es lo mismo valorar en un período de crisis general de la economía o del sector en el que operamos, como en un momento de auge. Por otra parte las circunstancias que rodean las motivaciones de cada una de las partes; por ejemplo, en la compra de una empresa, influyen notablemente en el valor atribuido a la empresa a enajenar. También son factores a tener en cuenta, el tipo de interés del dinero en aquel momento, así como la posibilidad de conseguir créditos o de emplear el dinero en otras alternativas (esto se ve claramente reflejado en el desproporcionadamente alto precio de los pisos en nuestros días y en especial debido a la especulación y sobre todo a la falta de otras oportunidades de inversión que resulten atractivas para el posible inversionista).

Por tratarse de un concepto en el tiempo, esto es de una consideración del valor como algo dinámico y no estático; éste afecta las valoraciones tanto por motivos de depreciación del dinero y de posible inflación como por motivos de actualización de las corrientes futuras de ingresos a considerar.

Por último hay que hacer necesaria referencia al sistema de medición que adoptemos, ya que como veremos en un capítulo posterior, éste supone la adopción implícita de un determinado juicio de valor, y esto comporta grandes variaciones en el resultado obtenido. Así, por ejemplo, no es lo mismo valorar en base a precios de coste históricos que por medio de valores de reposición, etc....

Hay una nota más que caracteriza la concepción de

los aspectos valorativos en la Economía de la empresa y disciplinas afines, como es la pluralidad de facetas del valor, o de aspectos de la empresa en los que se refleja. Como el lector ya habrá podido captar el valor económico de los bienes no es algo que se refleje en una única característica de los mismos (por ejemplo, su precio en el merca-do), sino que tiene variados reflejos (dimensiones valorativas), tales como su contribución a un beneficio futuro, su potencialidad, etc... Esto se ve claramente en el caso de la valoración unitaria de una empresa, donde junto a los costes, analizamos los resultados y la gestión; pues todos ellos aportan información con respecto al valor global de la empresa, y junto a aquéllos se examinan otros aspectos como el valor de los recursos humanos de la empresa, de su organización o su imagen en el mercado por citar algunos de los parámetros valorativos más frecuentes. También de este tema nos ocuparemos con más detalle en apartados posteriores.

Llegados a este punto se hace necesaria una visión a las tendencias actuales en la investigación en estos temas.

Como ya se expuso en un capítulo anterior la Investigación operativa y la Teoría de la decisión han contribuido notablemente al esclarecimiento de los problemas valorativos en la empresa, y tras el paso de dedicarse a estudiar más la valoración que el concepto del valor (preocuparse más por el ¿cómo medir? que por el ¿qué medir?) van desarrollando modelos orientados a la toma de decisiones y en los que se contemplan una pluralidad de variables, así como el

grado de incertidumbre y la finalidad u objetivo de la valoración.

La teoría económica de la empresa por su parte se ha limitado durante bastante tiempo al análisis de los métodos desarrollados por la práctica con el fin de demostrar su consistencia lógica. En este sentido cabe citar la aceptación como principios generales de valoración; ideas tales como la unidad de criterio valorativo o la dependencia del futuro en las valoraciones (1).

Sólo en los últimos años se ha despertado un creciente interés por estos temas y la teoría ha tomado la delantera a la práctica, restando ahora por saber si los modelos desarrollados principalmente en la década de los años sesenta tanto por teóricos de la economía de la empresa como de disciplinas afines, son operativos en su aplicación a la realidad por lo que es precisa su contrastación empírica.

Hay que afirmar con Karl Hax que en muchas ocasiones el estudio se ha desviado del problema esencial a problemas específicos tales como la influencia del impuesto sobre los rendimientos en el valor global de la firma u otros similares (2)

En el capítulo dedicado a la valoración bursátil se analizarán los esfuerzos de los teóricos de la financia

(1) K. Hax, en el prólogo a la obra de G. Jaensch "Valoración de la empresa". Ariel, Barcelona, 1.974, 7-8.

(2) Ibid. 7-8.

ción (especialmente en Estados Unidos) cara a la valoración de las acciones de la firma, tema éste de candente actualidad científica.

Hay que citar también entre los actuales estudios en este tema la revisión del objetivo de beneficio como único a tener en cuenta en la evaluación de la empresa y la creciente preocupación y consiguiente evaluación de las utilidades y de los costes sociales de la empresa.

No queremos terminar este breve análisis de lo que el valor es hoy en día en el campo de la economía de la empresa sin dar una definición de lo que se entiende por éste. Por valor entendemos en sentido genérico el grado en el que un determinado bien se aproxima o posee una, o varias, características específicas que nosotros estimamos como deseables. Y esto, en un momento de tiempo concreto y en un entorno determinado.

Para completar este análisis de lo que entendemos por valor en el campo económico-empresarial presentamos el siguiente cuadro en el que resumimos aquellas ideas sobre el valor en nuestra disciplina que consideramos necesario reseñar y tener en cuenta para formarse una idea de lo que éste concepto supone en la disciplina que nos ocupa.

- 1.- El valor es una relación sujeto-objeto.
- 2.- El valor depende de la finalidad de la valoración.
- 3.- El valor es reflejo de factores técnicos y materiales.
- 4.- El valor es reflejo de la utilidad.
- 5.- La cuantía del valor depende del grado de cumplimiento de un elenco de propiedades que nosotros exigimos de un determinado bien o conjunto de bienes.
- 6.- El valor se refleja y es el resultado de distintos parámetros, facetas o factores.
- 7.- No cabe hablar de "valor" sino de "valores".
- 8.- La medición del valor constituye un proceso de decisión.
- 9.- Su cuantía depende del sistema y estructura valorativa adoptada y esto implica la adopción de un juicio de valor.
- 10.- El valor es un concepto en el tiempo y por ende dinámico y cambiante. Su cuantía es inestable.
- 11.- El valor depende del entorno y de las circunstancias particulares que rodean la valoración.
- 12.- El valor no se identifica con el precio.
- 13.- Hay que distinguir entre mediciones subjetivas (en función de una finalidad concreta) y objetivas (que gozan de un cierto consenso y relevancia e imparcialidad).

- 14.- La importancia del tema se ha desplazado del concepto de valor al estudio de la valoración en sí.
- 15.- La valoración depende del futuro.
- 16.- Es necesario separar las valoraciones parciales de la valoración unitaria.
- 17.- No sólo se habla de valores económicos en la empresa, sino de otros tipos de valores sociales.

.....

El resto de nuestro trabajo va a tratar de analizar detalladamente todas estas características que del valor en el campo de la economía de la empresa hemos reseñado.

151

LA EMPRESA Y EL FENOMENO DEL VALOR

LA EMPRESA Y EL FENOMENO DEL VALOR.-

En los últimos años los estudios de la Economía de la Empresa, suelen definir a ésta con relación al medio en el que actúa (1).

La empresa ha ido adquiriendo un papel, cada vez más preponderante en la sociedad, en la cual vivimos. De ser una institución artesanal y semi-familiar, ha pasado a ocupar un lugar señero como pieza clave para el funcionamiento del mundo actual. El crecimiento del fenómeno empresa ha servido para convertir a ésta, en la generadora de la mayor parte del producto nacional de la mayoría de los países, así como en la institución que emplea la mayor parte de la población activa de cualquier país industrializado o en vías de industrialización.

La "automación" o sustitución del hombre la máquina, ha llevado a la empresa actual a una situación de masificación, situación que se caracteriza por:

- El empleo de grandes masas de mano de obra.
- El empleo de grandes masas de capital.
- Paros masivos a nivel tanto tecnológico, como funcional o estructural.
- Producción en masa.
- Consumo en masa (2).

(1) Bueno, Cruz Roche y Duran. Economía de la Empresa. U.A. Madrid, 1.976. p. 19

(2) F. Perroux en Bloch-Laine y Perroux en La Economía y la empresa en el siglo XX. Ed. Deusto. Bilbao, 1.970. p. 11 y ss

Independientemente de la posición que adoptemos con respecto a este "supercrecimiento" del fenómeno empresa, no queda más remedio que admitir que su posición dentro de la sociedad actual, es de singular importancia, y que no puede abordarse ningún planteamiento serio en el campo económico-empresarial olvidándose de la misma.

No vamos a entrar aquí en aquellas teorías que tratan de explicar y justificar, la existencia de la empresa (bien basándose en el riesgo, o en la incertidumbre), sino que nos vamos a centrar en la naturaleza de la misma, para deducir de ella, la presencia de los procesos valorativos, como algo necesario y lógico en cualquier planteamiento empresarial.

Dos son las principales concepciones acerca de la naturaleza de la empresa que hoy en día se sustentan en el campo de la Economía de la Empresa: la consideración de la empresa como combinación de factores productivos, y la idea de empresa como institución económico-social (1). Véamos a continuación lo que ambas concepciones de la empresa implican con respecto a la relación entre empresa y valor o valoración.

La empresa como combinación de factores.-

Vamos a tratar de desentrañar los elementos que comporta la primera de estas dos acepciones del término empresa, para poder, a través de la descripción de sus caracte-

(1) S.G. Echevarría. Apuntes de Economía de la Empresa. op. cit. Tema VI.

rísticas, explicar la íntima unión que existe entre los fenómenos del valor y la empresa; de tal forma que no se entiende la existencia de la empresa, sin la utilización de técnicas evaluatorias; ya que la empresa no es en definitiva, sino una institución generadora de valor.

La gran mayoría de las actuales construcciones teóricas de la Economía de la Empresa, así como su aparato conceptual, entienden la empresa como una institución orientada a la producción de bienes o servicios. La producción de bienes o servicios se entiende que es realizada físicamente mediante la combinación de una serie de factores a los cuales suele clasificarse en elementales y dispositivos.(1).

Los factores elementales son: la mano directamente vinculada al proceso productivo; las materias primas y los materiales auxiliares a utilizar; y por último los equipos de producción (como son maquinaria, instalaciones, etc...).

Estos factores a los que hemos denominado (siguiendo la terminología de Erich Gutenberg) factores elementales (2), se combinan en el seno de la empresa por otros factores, a los que siguiendo la misma terminología vamos a denominar factores dispositivos.

Entre los factores dispositivos hay que distinguir un factor originario que es la Dirección, la cual es la que

(1) S.G. Echevarría. Op. cit. Tema VI.

(2) Gutenberg, Erich. Economía de la Empresa. Tomo I. Ed. Ateneo, Buenos Aires.

realiza la combinación de los factores elementales, y dos factores de carácter instrumental, como son la organización y la planificación, de los cuales se vale la Dirección para realizar la combinación de la mano de obra, los materiales, y los equipos técnicos e instalaciones.

Pero la combinación de estos factores no se realiza de un modo mecánico, ya que en este caso sobraría la existencia de una dirección, sino que por el contrario se hace de un modo racional y efectivo, y para ello se utiliza el llamado principio de economicidad que no consiste en otra cosa que en la aplicación de la racionalidad -en este caso económica- al proceso de producción.

El principio de economicidad se concreta en dos expresiones como son: el principio de máximo, y el principio de mínimo. Supone el primero la búsqueda de la maximización del resultado con unos elementos prefijados, y el segundo la consecución de un resultado fijo minimizando el empleo de factores para conseguirlo.

La dirección combina los factores elementales, procurando que la productividad (medida de la economicidad en el sentido físico) sea máxima tal y como presentamos en el siguiente esquema de factores propuesto por Erich Gutenberg que tomamos de S.G. Echevarría (1).

Tras esta breve exposición de lo que se entiende

(1) S.G. Echevarría. Unidades.... op. cit. Tema VI.

por empresa como institución dedicada a la combinación de factores productivos, vamos a dar una definición de empresa en esta línea, para pasar después a la descripción de su relación con los fenómenos valorativos.

Diremos con Gutenberg (1) que la empresa es "... aquel tipo de explotación (2) que realiza la combinación de los factores de producción bajo el principio de economicidad, considerando el equilibrio financiero, y actuando de forma autónoma".

Antes de seguir adelante es preciso hacer notar que la característica de autonomía que se incluye en la definición anterior, pertenece al campo de lo que denominamos economía de mercado, pero que ésta limitación no invalida en absoluto dicha definición, cara a su relación con el valor, ya que como él mismo Gutenberg (3) expuso; hay una serie de principios como son: la combinación de factores, el principio de economicidad, y el equilibrio financiero, que son independientes al orden económico en el cual se encuentra ubicada la empresa (economía de mercado por economía de dirección central). Esto hace que lo que a continuación vamos a exponer valga, tanto para una empresa situada en un sistema de economía dirigida, como para una empresa situada en una economía basada en los mecanismos del mercado.

(1) Gutenberg, Erich. Economía de la Empresa. Ed. Deusto. Bilbao, 1.973. 3ª ed. p.33

(2) Sobre éste, la diferencia entre explotación y empresa, véase, S.G. Echevarría. Unidades Didácticas, op. cit. Tema VIII.

(3) Gutenberg, Erich. Op. cit. 33.

El que la empresa se considere como una institución y consecuentemente como una persona jurídica, con capacidad de pleno derecho para actuar en el orden jurídico, hace que ésta se independice de las personas que en ella trabajan o que son propietarias de la misma; pudiendo entenderse a la empresa (tal y como lo hace la contabilidad) como un patrimonio o conjunto de derechos y obligaciones con existencia jurídica independiente. Esto supone que podemos pensar en la empresa como un patrimonio susceptible de las más diversas operaciones, tales como son su enajenación total o parcial, su fusión, su absorción, etc.... Operaciones todas estas que implican una valoración, tanto de los bienes orgánicos como de los bienes inorgánicos que componen el patrimonio de la misma.

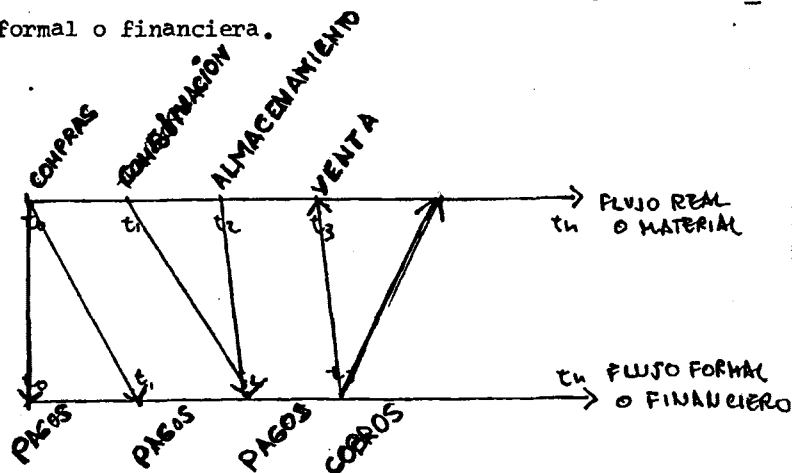
Se dice también en la definición antes expuesta que esta institución va a combinar una serie de factores, como son materias primas, mano de obra, y equipos. Pues bien, todos estos elementos de naturaleza física o material comportan una serie de valores, tanto de naturaleza económica como de otra índole.

Continúa la definición haciendo referencia a que la combinación de factores va a ser realizada con arreglo al llamado principio de economicidad; y dada la naturaleza del mismo, que no es otra que la búsqueda de la racionalidad económica a través, bien de la maximización del beneficio, o de lo que es lo mismo, de la minimización del gasto; resulta claro que esto implica una medición del valor, tanto del valor de los elementos de entrada en el proceso productivo (input) como de los resultados obtenidos (output).

Se hace a continuación referencia a la necesidad de consecución de un equilibrio financiero en la empresa (un equilibrio entre entradas y salidas de dinero), lo cual implica la necesidad de planteamientos monetarios, lo que no es otra cosa que la medición o valoración en dinero de la actividad empresarial.

Digamos por último que es necesario entender la empresa en un sentido dinámico, es decir, como un proceso en el que se realiza la combinación de una serie de factores de producción, para conseguir un determinado resultado. Resultado que tiene lugar en el tiempo.

Este proceso puede contemplarse desde dos vertientes diferentes: la vertiente real o material, y la vertiente formal o financiera.



Mientras que la primera de estas vertientes, a la que hemos denominado vertiente material o física, se considera a la empresa como generadora de un flujo de naturaleza material o física en el que se transforma unas materias primas para dar lugar a un producto final; en el segundo de los casos hacemos una abstracción, fijándonos solamente en el reflejo monetario del flujo real, observando cómo cualquier hecho de naturaleza material que se realice en la empresa, tiene un reflejo de tipo monetario, formal o financiero. En el primero de los casos las mediciones las realizaríamos a través del control de la racionalidad técnica o productividad del proceso, racionalidad ésta que viene definida por la relación entre la carga de factores utilizada y el resultado obtenido de la misma, también llamado producto; pero siempre medido en valores o unidades físicas. Así,

$$\text{Productividad} = \frac{\text{Resultado de factores}}{\text{Carga de factores}}$$

Ejemplo de mediciones de la productividad son: las horas/hombre necesarias para construir un coche, o los kilos de azufre necesarios para conseguir un litro de ácido sulfúrico. En el proceso financiero resulta obvio que las evaluaciones las hacemos en términos monetarios, bien directamente; así, por ejemplo, "beneficio = 100 millones de pts", o bien en forma de relaciones, como en el caso de la medida de la rentabilidad, o relación entre el beneficio generado y el capital invertido para su generación; relación que vendría expresada en tanto por ciento.

Pero la empresa no es solamente algo dinámico, sino que además de su dinamicidad su existencia se caracteriza

por ser cíclica. La empresa realiza en forma repetitiva el llamado ciclo de explotación o ciclo dinero-mercancías-dinero, que consiste en la compra de materias primas para transformarlas y posteriormente venderlas, para con el dinero percibido por la venta, poder iniciar un nuevo ciclo de explotación; y así sucesivamente.

Este ciclo da lugar a dos procesos valorativos (1), uno al que se denomina Proceso de formación del Valor y otro llamado Proceso de distribución del Valor.

El proceso de formación del valor es reflejo fiel del objetivo de la empresa: transformar bienes de naturaleza económica para conseguir un aumento de su valor. En este proceso intervienen todas las fases del ciclo productivo, así como todos los factores utilizados en el mismo, y de forma acumulativa van generando aumentos de valor en las primeras materias, para culminar en la consecución del producto final.

Una vez finalizado el proceso de formación del valor, tiene lugar el proceso de distribución del mismo, y en éste va repartiéndose el valor creado en el proceso anterior, entre los distintos factores que han intervenido en su creación (trabajo, capital, etc...), así como mediante su destino a la financiación de nuevos procesos productivos (en los que se generará de nuevo una cierta cantidad de valor añadido).

(1) S.G. Echevarría. Unidades Didácticas. Op. cit. Tema IX.

Hay que señalar también que el que la empresa aglutine una serie de factores de producción en los que se entremezclan, tanto factores materiales, como son los factores elementales (mano de obra, materiales, y equipos), como de otra índole (factores dispositivos), supone que el conjunto se "enriquezca" con esta unión tan heterogénea, tendente a conseguir una finalidad común (conseguir un determinado producto). De esta forma los valores individuales de cada uno de los bienes que componen el patrimonio de la empresa se enriquecen por la unión; y la empresa como conjunto organizado para la consecución de un beneficio, tiene así un valor global superior a la suma de los valores individuales de los bienes que la componen (esto claro está, en el caso de que la empresa consiga llevar a buen término su fin, que no es otro que producir, y consecuentemente obtener una plus valía).

Este valor tiene su reflejo en muy distintas facetas de la actividad empresarial, tales como son: la capacidad para generar beneficios de la misma (earnings power), el valor de sus recursos humanos, su organización, etc.

Por último diremos que siendo la empresa una institución cuyo funcionamiento se organiza en base a predicciones, sobre el futuro, y siendo este futuro incierto, no debe extrañarnos que sea necesario efectuar continuos cálculos y avalúos en orden a planificar en el presente las actuaciones futuras de la empresa sin olvidar el pasado de la misma. Digamos pues, que la necesidad de información obliga a efectuar constantes mediciones en la empresa, y que la gran mayoría de éstas no son, sino mediciones valorativas o valoraciones.

La empresa como institución económico-social.-

La otra gran definición del fenómeno empresa es aquella que considera a ésta como una célula dentro de la sociedad en la cual se encuentra inmersa. Se abandona aquí el estrecho marco del ámbito económico para ver a la empresa en relación con la totalidad de los elementos sociales.

Esta explicación del fenómeno empresa va ganando cada vez más adeptos, dada la gran preocupación por los aspectos sociales existentes en el mundo actual. La empresa no hay que olvidar que es el medio de sustento de una gran parte de la población mundial, así como el lugar donde muchos individuos pasan una gran parte de su vida. Además la importancia del fenómeno empresa tiene tal peso en la Economía, así como en la vida social de nuestro tiempo que resulta anacrónico el aislar del marco social los planteamientos sobre la misma (no hay que olvidar que algunas de las grandes empresas multinacionales son mayores incluso que muchos países.

La transformación de la empresa en una institución con escasos problemas de tipo técnico ha servido, como afirma F. Perroux, para objetivizar grandemente a la misma y pasar a preocuparse, mas por temas como el consumo, que por la producción en sí.(1).

La importancia que el fenómeno empresa ha adquirido con respecto a la sociedad en la que opera ha obligado a

(1) Bloch-Laine F. y Perroux, F.... op. cit.

los estados (estamos hablando de un orden de economía de mercado) a la imposición de controles cada vez mayores en orden a garantizar la perfecta inserción de la empresa en el conjunto social. Así, por ejemplo, leyes sobre materias laborales, competencia, calidad, contaminación, etc...).

Todo esto ha llevado a que empiece a hablarse de una llamada "responsabilidad social de la empresa". Responsabilidad que vamos a tratar de describir en los párrafos posteriores.

La empresa ha pasado de ser considerada como una relación bilateral patrono-obrero en la que el primero recibía un trabajo a cambio del cual pagaba un salario y el segundo recibía un salario a cambio de su participación en el proceso de producción (Fig. 1), para ser considerada como un instrumento en el que se dan cita una pluralidad de individuos con intereses diferentes, y esto tanto a nivel grupal como a nivel individual.

Se entiende en este segundo sentido a la empresa ccmo aquella institución en la que distintas personas o grupos de personas tratan de conseguir un determinado objetivo a cambio de cierto sacrificio o coste. Se pasa así de pensar en la empresa con una única finalidad: consecución de un beneficio; a la empresa en la que cada grupo social la utiliza como instrumento para conseguir un determinado fin que no tiene por qué coincidir con el de otros grupos.

Mientras que el grupo de propietarios o accionistas utilizarán la empresa como instrumento para colocar y consecientemente obtener una rentabilidad de su dinero; los obre

ros la utilizarán para conseguir un salario, una promoción, una formación, etc..., a cambio de su trabajo. Del mismo modo, podríamos hablar de fines y costes que está representa para proveedores, clientes, el núcleo social donde se encuentra ubicada la empresa, etc. (Fig. 2).

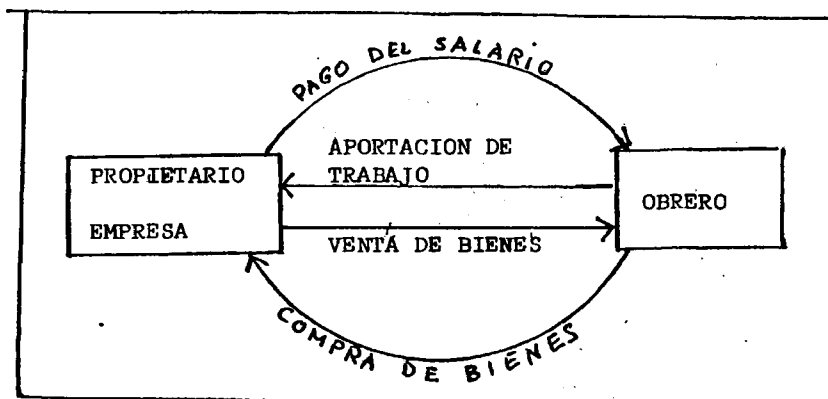


Fig. 1.

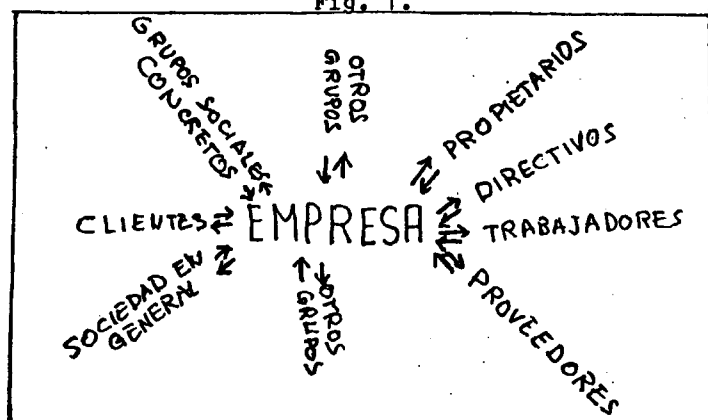
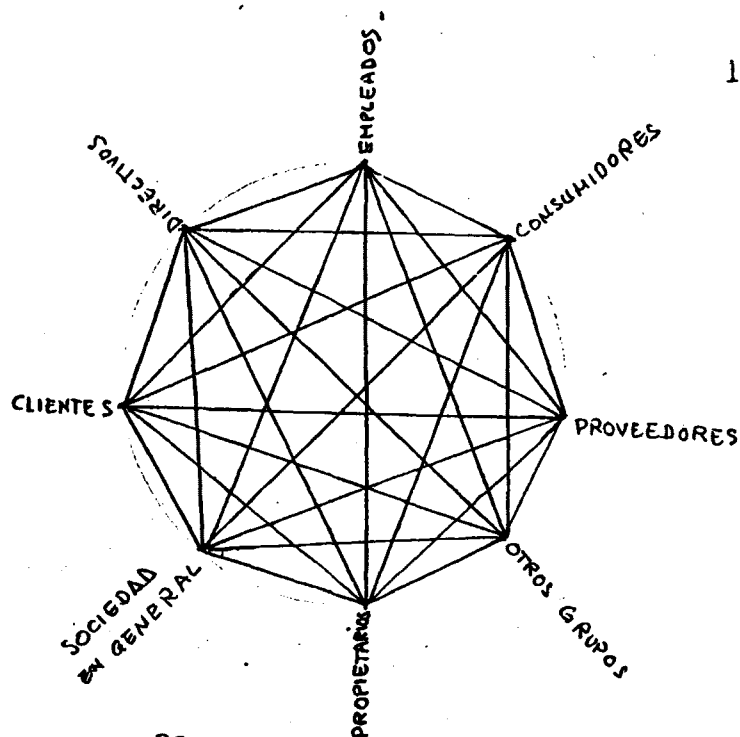


Fig. 2.



RELACION DE GRUPOS Y OBJETIVOS FIG. 3

Esta visión de la empresa como instrumento al servicio de una pluralidad de grupos sociales y con una multiplicidad de fines y objetivos obliga a replantearse el si las mediciones de carácter estrictamente económico (medida de valores económicos) son válidas y suficientes para explicar, controlar y medir una realidad tan compleja como es el fenómeno empresa en la actualidad.

El creciente interés por estos temas acerca de la llamada responsabilidad social de la empresa (1) es decir, al estudio de si la empresa incurre en una serie de derechos y obligaciones con respecto a la sociedad en la que está ubicada físicamente, ha servido para estimular la búsqueda de nuevos sistemas de medición en este área. Estos siste

(1) Para un más amplio tratamiento de este tema ver Rodríguez Carrasco, J.M. "La responsabilidad social de la empresa", en Esic-Market, nº 2.

mas de medición no son de caracter estrictamente económico, sino que por el contrario combinan otra serie de valores (valores sociales) con los de naturaleza puramente económica.

La gran mayoría de los planteamientos en estos temas pueden englobarse bajo lo que genéricamente se denomina el balance social de la empresa, nombre bajo el que se encuentran estudios de muy diversa índole y operatividad.

En síntesis el Balance Social puede considerarse como un instrumento de medición de las utilidades y de los costes sociales de una empresa (presentados o no en forma de balance) tanto en el área interna de la empresa como con respecto al exterior de la misma y con finalidades diversas como pueden ser su utilización como instrumento de gestión, consecución de una imagen, cumplimiento de una obligación legal (como en el caso francés), etc...

Los llamados Balances sociales que pueden ir desde meros informes verbales hasta la confección de auténticos balances, incluyen en su contenido descripciones y mediciones de los más diversos aspectos de la empresa; abarcando desde el estudio de los recursos humanos en la empresa (Promoción, Formación, Satisfacción, absentismo laboral, conflictividad laboral, empleo de minorías, etc...), hasta el estudio de los recursos físicos (contaminación, reciclaje, detritus, etc...), pasando por otros temas como la creación de valor añadido, los impuestos pagados, la mano de obra empleada, etc...

La medición de tan heterogéneos aspectos se hace de

muy diversas maneras que van desde la mera descripción (algunas veces sólo se señalan los aspectos positivos) a la evaluación monetaria pasando por los ratios, los tantos por ciento, el acercamiento a unos objetivos prefijados y la comparación con años anteriores, con la media del rector, con lo estipulado por ley, etc...

No quisiéramos terminar este apartado sin hacer referencia a un trabajo que William E. Halal publicó en 1.977 en la California Management Review (1) en el que esbozaba la creación de una métrica a aplicar en la empresa con relación a la medición de utilidades sociales. La técnica seguida consiste en la aplicación por analogía del R.O.I. (Return on Investment) utilizado en la Teoría de la inversión a estos campos. Se trata de medir para cada grupo social qué es lo que invierten en la empresa, qué costes tienen con respecto a ésta y qué rendimientos obtienen. Así, por ejemplo, la mano de obra invierte su formación, experiencia, etc.... e incurre en costes de cansancio, insatisfacción, etc... a cambio de una mayor promoción, un salario, etc...

Pese a que el experimento de W. E. Halal fue llevado a cabo en un modelo de simulación de computadora, no cabe duda que abre nuevas vías y posibilidades en cuanto a la medición de valores sociales en la empresa.

Como idea de su valor y operatividad transcribimos el cuadro de mediciones que para los distintos grupos sociales él propone.

(1) William E. Halal. California Management Review, verano 1977 págs. 23-35.

RETORNO DE LAS INVERSIONES

178
811

GRUPO	RECURSOS INVERTIDOS	BENEFICIOS	COSTES	RETORNO DE LA INVERSION
INVERSORES	CAPITAL PROPIO Y AJENO	DIVIDENDOS INTERESES AUTOFINANCIACION	PERDIDAS DE CAPITAL	RETORNO DE LA INVERSION R.O.I.
EMPLEADOS	EDUCACION APRENDIZAJE SALUD	SALARIOS FORMACION SATISFACCION EN EL TRABAJO	ENFERMEDADES TRANSPORTE INSATISFACCION EN EL TRABAJO	RETORNO DE LOS RECURSOS HUMANOS R.O.H.R.
CLIENTES	PRECIO DE COMPRA COSTES DE BUSQUEDA	UTILIDAD	DAÑOS DEL PRODUCTO DEPRECIACION MANTENIMIENTO	RETORNO EN COMPRAS R.O.P.
ESTADO	INVERSIONES PUBLICAS	IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	SERVICIOS PUBLICOS DAÑOS ECOLOGICOS	RETORNO DE ACTIVOS PUBLICOS R.O.P.A.
EMPRESAS AFILIADAS	ACTIVOS DE OTRAS EMPRESAS	BENEFICIOS DE LAS VENTAS DE OTRAS EMPRESAS	GASTOS DE OTRAS EMPRESAS	RETORNO DE ACTIVOS DE EMPRESAS AFILIADAS R.O.A.
TOTAL	TOTAL RECURSOS INVERTIDOS	TOTAL BENEFICIOS GENERADOS	TOTAL COSTES	RETORNO TOTAL DE TODAS LAS INVERSIONES.

RETORNO ANUAL DE LAS INVERSIONES						
179	GRUPO	RECURSOS INVERTIDOS (<u>R</u>)	BENEFICIOS (<u>B</u>)	COSTES (<u>C</u>)	RETORNO NETO (<u>B - C</u>)	RETORNO DE LA INVERSION (<u>B - C</u>)/R
	INVERSORES	\$ 9,993	\$ 583	\$ 234	\$ 349	3,5% ROI
	EMPLEADOS	36,520	1,691	57	1,634	4,5% ROHR
	CLIENTES	10,533	4,066	2,249	1,817	17,3% ROP
	ESTADO	2,536	338	375	37	1,4% ROPA
	COMPETIDORES	507	314	312	2	,4% ROA
	TOTAL	\$ 60,089	\$ 6,992	\$ 3,228	\$ 3,765	6,3% ROR

Conclusiones.-

Hemos visto cómo la especial naturaleza de la institución empresarial: sus fines, su existencia como conjunto organizado e independiente de las personas que en ella actúan, la heterogeneidad de sus elementos y su inserción dentro del contexto social obligan al estudio y búsqueda de múltiples y variadas métricas para tratar de evaluar (medir los valores) la actividad de la misma.

Como ha podido observarse la mayor amplitud de de los modernos planteamientos en orden al contenido y función de la empresa (Empresa como institución económico-social) ha llevado a la consideración dentro del campo de la Economía de la empresa de nuevos planteamientos que obligan a la búsqueda de nuevos elementos de medición para estos nuevos aspectos de la empresa que se hace preciso evaluar.

Si bien somos optimistas con respecto a la conveniencia, por no decir necesidad, de los nuevos planteamientos acerca de la Responsabilidad Social de la empresa y de su medición; no por eso olvidamos la dificultad de plasmar en conclusiones operativas y cuantificadas el contenido de las mismas. No obstante, consideramos que es un camino abierto que ofrece innumerables posibilidades y que en un futuro se revelará como necesario en cualquier planteamiento de carácter empresarial, ya que su implantación en los países más desarrollados avanza muy rápidamente llegando en algunos casos (E.E.U.U.) a la obligatoriedad de inclusión de informes sociales en las memorias de algunas empresas, o como en el

caso francés a la elaboración de un auténtico balance social.

Cerremos estas conclusiones apuntando que cuantificación de aspectos sociales y agregación de datos sociales y económicos son los dos grandes temas de estudio a resolver en este área.

EL VALOR EN LA EMPRESA Y SU MEDIDA:

1.- LAS METRICAS.

2.- LA OBJETIVIDAD EN LA MEDIDA.

3.- LA INESTABILIDAD EN LA MEDIDA.

VALORACION COMO METRICA

Las métricas y el Valor.--

Métricas y Valor son conceptos altamente relacionados; de tal modo que no es posible hablar de valor económico sin referirnos a su medición, ni hablar de medidas en Economía sin hacer referencia al Valor.

En la Empresa acontecen de forma continuada innumerables hechos de naturaleza económica (así como de otras índoles). Pues bien, el conocimiento de estos hechos se revela como necesario para la adecuada gestión de la empresa. Es por esto que dichos hechos económicos deben medirse y valorarse. Deben medirse en orden a cuantificar la información que comportan y deben valorarse en cuanto que el aspecto valorativo es el más importante desde el punto de vista empresarial.

Cada hecho económico, así como cada objeto en relación con la empresa, suponen una gran cantidad de propiedades, características, y atributos, de entre los cuales hay que seleccionar aquéllos que nos interesa medir o evaluar (ya que el valorar no consiste en otra cosa, sino en medir el valor).

En realidad las mediciones en Economía de la Empresa suelen consistir en la atribución de valores numéricos a objetos y acontecimientos relacionados con la empresa objeto de estudio, y esto con el fin de clasificarlos, ordenarlos y prepararlos para su posterior agregación (o en algunos casos para su desagregación).

Como dice Harold Bierman (1) el concepto de medida es algo básico y necesario en el campo de la Economía de la Empresa, y más concretamente en el de la Contabilidad, toda vez que éstas han experimentado un considerable desarrollo y evolución en las últimas décadas, la cual ha llevado aparejada una mayor preocupación por estos temas sobre la medición al igual que ocurrió en otras ciencias como las Física, o como la Psicología, por citar una ciencia de carácter social.

El hombre ha ido utilizando a lo largo de su evolución histórica los números en una forma cada vez más perfecta y útil. Así, ha pasado de la mera utilización de éstos para contar o para operaciones de suma, a su uso en forma de relaciones (ratios, o para expresar volúmenes, velocidades, densidades, etc...).

La Contabilidad y de modo más general la Economía de la Empresa, se encuentran plagadas de los más diferentes métodos de medición; y esto pese al constante esfuerzo de los teóricos del tema en orden a encontrar una única alternativa válida de medición, que se revele superior a las demás.

Pero esto es a todas luces imposible de conseguir, ya que cualquier estudioso de la Economía de la Empresa sabe sobradamente que la motivación que nos induce a realizar una medición (2) condiciona normalmente la elección del ti

(1) Bierman, Harold. Measurement in Accounting. Accounting Review, 1.963. Julio. P. 501

(2) Véase, por ejemplo, The Measurement of Property plant and equipment in Financial Statements, Reporter Harvard University, Por R.T. Sprouse, 1.964.

po de medida a utilizar. No hay que olvidar sin embargo, que en numerosas ocasiones suelen proponerse más de un tipo de medida, para analizar un mismo hecho, y con una misma finalidad, según los diferentes autores que se ocupen del tema. No obstante, no queda más remedio que reconocer que la finalidad de la medida ayuda bastante cara a la elección de ésta.

Usualmente las mediciones en Economía se hacen de forma numérica y más concretamente en forma monetaria; dada la utilidad de esta medida en un orden económico en el que los bienes y servicios se cambian generalmente en función del dinero y sobre todo en aquellos hechos y objetos relacionados con la producción, sus cambios, y la riqueza.

Las distintas ciencias han desarrollado importantes planteamientos en orden a la clarificación de lo que se entiende por métricas y a la clasificación de las mismas. Entre estos planteamientos y con aplicación al campo de la Economía de la Empresa destacan los desarrollados en el seno de la Investigación Operativa y de la Teoría de la Decisión (1).

S.S. Stevens en su obra "Measurements, Phisocophysics and Utility", dice "... El hecho de que puedan asignarse diferentes papeles o funciones a los números da lugar a la existencia de diferentes tipos de escalas y medidas, escalas y medidas éstas de diversa categoría y utilidad..." (2).

(1) En este sentido son magistrales los planteamientos de Churchman, C. West. (Ver Bibliografía).

(2) Stevens, S. "Measurement, Phsycophysics and utility" in "Measurement" de Churchman y otros, John Wiley and Jons, N. York, 1.959. p. 14

Propone este autor cuatro grandes tipos de escalas de medida, como son: la nominal, la ordinal, la de intervalos y la de ratios, pudiendo éstas completarse tal como lo hace Riggs en su obra Modelos de decisión económica (1).

El esquema de Riggs es completado por otros autores y a modo de síntesis (2) diremos que las escalas más usuales dentro del campo de la empresa y en relación con la medición de los hechos económicos son las siguientes:

1. Escalas nominales: La característica de estas escalas es la atribución de un número a un suceso u objeto, y esto con el único fin de su identificación posterior. Así, por ejemplo pertenece a este tipo de escala el número que llevan en sus camisetas los jugadores de un equipo de fútbol.

2. Escalas de resultado: Cara a la elección entre varias alternativas es frecuente considerar a los diferentes hechos, como si ya se hubiesen realizado, y hubiesen dado lugar a unos determinados resultados. De esta manera y a través de estas estimaciones se hace posible el expresar preferencias a través de la comparación entre los diferentes resultados esperados.

3. Escalas ordinales: Suponen estas escalas una superación de las dos anteriores ya que consisten en una or-

(1) Riggs, James L. Modelos de decisión económica. Alianza Editorial, Madrid, 1.973. p. 38 y ss

(2) Un mayor tratamiento de este tema puede verse en la E.I.C.C.S.S., Aguilar, Madrid, 1.977.

denación de los diferentes elementos de forma que a través de la misma, y en condiciones de certeza, nos dan una solución en cuanto a preferencias entre los elementos evalua-dos. Un ejemplo pudiera ser la escala de dureza de los mi-nerales.

4. Escalas de intervalos: Cuando a las preferencias las asignamos números nos encontramos con las llamadas es-calas de intervalos y expresamos todos los datos en una unidad constante de medida. Un ejemplo de este tipo de escalas bien pudiera ser el termómetro y la medición de la temperatura en grados.

5. Escalas de relaciones: Es el sistema más ampli-mente usado en la mayoría de las ciencias y a él pertenecen las medidas en dinero, longitud, peso, etc. Aquí entrarían también los llamados ratios, de tanta aplicación en el cam-po de la Economía empresarial.

Es importante notar que en el ámbito de los hechos económicos es bastante frecuente el utilizar medidas de tipo monetario, lo cual puede hacernos olvidar otras vertientes del hecho que estamos analizando. Así, por ejemplo, no siempre lo más barato es igual de eficaz que aquéllo de un precio superior, ni lo más caro es sinónimo de mejor o de peor calidad, etc.

6. Algunas veces y cara a la elección entre diferentes alternativas el hombre de empresa se encuentra con que las calificaciones de los elementos económicos le vienen dadas en diferentes tipos de escala, por lo que se hace necesario acudir a la utilización de "números adimensionales" y

a la ponderación. Pues bien a estas operaciones se ha convenido en denominarlas "comparaciones de calificación mixta" y suponen a nuestro entender otro tipo de escala de medida (1).

Es importante observar como el grado de descripción de cada una de las escalas es diferente, por lo que cada una de ellas servirá para propósitos diferentes.

Cuando se trata de ciencias naturales la exactitud en la medida es raramente obtenible, por lo que en aras de una mayor corrección, suele hablarse en términos de distribuciones de probabilidad con respecto a la medida en cuestión. De forma similar se procede muchas veces en el campo de la economía, ya que la incertidumbre y las predicciones sobre el futuro son algo connatural con el estudio de los hechos económicos.

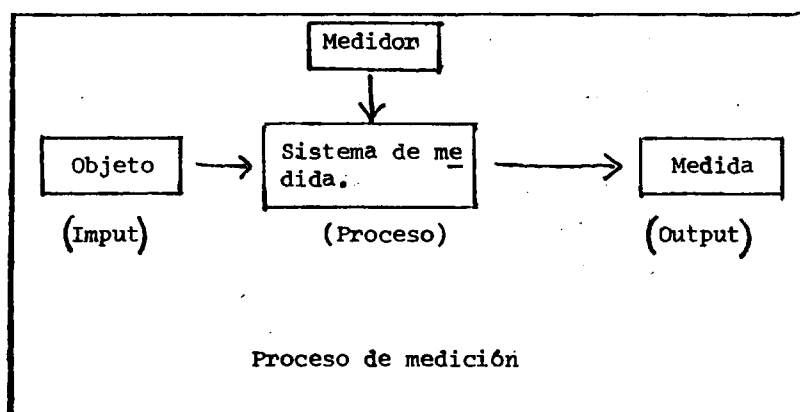
Para completar esta exposición sobre las escalas de medida reproducimos el esquema siguiente, en el que se presentan las distintas escalas con expresión del tipo de estructura matemática que suponen y un ejemplo de su aplicación al campo empresarial.

(1) Riggs, J. op. cit. p. 53

CLASIFICACION DE LAS ESCALAS DE MEDICION

Escala	Operaciones empíricas básicas	Tipo de estructura matemática	Ejemplos contables
NOMINAL	Determinación de igualdad	Permutación $x^1 = f(x)$ donde $f(x)$ significa cualquier sustitución biunívoca.	Codificaciones de cuentas.
ORDINAL	Determinación de mayor a menor.	Isotónico $x = f(x)$ donde $f(x)$ significa cualquier función monótona creciente.	Clasificación de las cuentas por categorías.
POR INTERVALOS.	Determinación de la igualdad de los intervalos o de las diferencias.	Lineal o afin $x = ax + b$ $a \neq 0$	Cálculo de costes "Standar".
POR COCIENTE.	Determinación de la igualdad de los cocientes.	Similar $x^1 = cx$ $e \neq 0$	Conversión de las distintas monedas en una común cuando se consolidan los estados financieros de un grupo multinacional.

Ijiry y Jaedicke en su artículo "Reliability and objectivity of accounting measurements" (1) entienden la medida como un proceso en el que se combinan tres factores como son, el objeto o el acontecimiento a medir, el sistema de medida a utilizar y el medidor o persona que realiza la medición, pues bien la conjunción de estos tres elementos da lugar a la medida.



CUADRO - 2

Diremos también que es necesario el establecimiento de sistemas de medida claros y detallados a fin de que la persona que mide (medidor) no se vea obligado a interpretar los mismos, y consecuentemente a introducir juicios subjetivos, lo cual restaría objetividad y valor a la medición realizada (2).

(1) Ijiry, J. y Jaedicke, K. "Reliability and objectivity of accounting measurement". Accounting Review, Jul. 1956

(2) Volveremos sobre esto al hablar de la objetividad en la valoración.

Cuando nos enfrentamos en Economía de la Empresa con la necesidad de transcribir información sobre hechos pasados, presentes y futuros; nos vemos obligados a efectuar evaluaciones y por ende mediciones de estos hechos; esto supone que debemos emplear uno u otro sistema de medida y la elección del mismo nos vendrá determinada en función del fin o fines específicos para los cuales precisemos la información.

Pero las fuertes limitaciones que suelen ir aparejadas a los datos económicos imponen serias limitaciones a nuestras mediciones, ya que éstas no suelen ser todo lo claras y exactas que desearíamos. Esto hace que sea necesario tener un gran cuidado a la hora de efectuar mediciones en economía si se pretende obtener un mínimum de certeza y fiabilidad en los resultados obtenidos.

Por esta razón siempre que se habla de principios de medición en Economía de la Empresa o más concretamente en el campo contable, hay que tener muy presentes estas limitaciones.

Dos son las principales fuentes de la limitación en las mediciones en la Economía de la Empresa. La primera de ellas deriva de la gran cantidad de estimaciones que sobre el futuro deben hacerse, lo cual implica un alto margen de posibles errores en la apreciación. La segunda limitación deriva de la gran falta de medidores capaces de crear sistemas de medición en los que se pueda confiar para la medición de atributos específicos. No queda más remedio que aceptar, que pese al gran interés despertado, sobre todo en la década de los años sesenta, por el tema de los sistemas de

medición y la objetividad de los mismos, los prestigiosos autores que han dedicado sus esfuerzos a este tema no han llegado a poder establecer unos sistemas de medida realmente eficaces y objetivos cara al ámbito empresarial. Se hace necesaria la creación de sistemas de medición que sirvan para describir en forma adecuada aquéllos atributos que realmente deseamos medir. Por último diremos que otra fuente de errores y consecuentemente de limitaciones en los sistemas de medición utilizados en la Economía de la Empresa provienen de la gran inestabilidad de las unidades monetarias.

Tenemos pues que inestabilidad monetaria, incertidumbre, objetividad y verificabilidad son las principales limitaciones a las mediciones en la economía y serán las piedras de toque en las que habrá que hacer hincapié a la hora de desarrollar cualquier sistema de medida en este campo.

En octubre de 1.967 la Accounting Review publicó un artículo de Daniel McDonald (1), artículo éste que fue el ganador del concurso de la American Accounting Association de aquel año, y en el que de forma magistral se especificaban cuáles debieran ser los principales criterios que debían inspirar cualquier tipo de medición en el campo de la Economía de la Empresa y más concretamente en el de la Contabilidad.

(1) McDonald, Daniel. Feasibility criteria for accounting measurement", Accounting Review, oct. 1.967.

Dice este autor que lo primero que debemos plantearnos es ¿qué atributos deben medirse? y ¿qué atributos podemos actualmente medir? y esto tanto en el campo contable, como en el de las finanzas, la organización, la gestión, etc...

Entendiendo por criterio aquel patrón o regla bajo la cual juzgamos alguna cosa hay que decir que en cuanto a medición económica se refiere, criterios de medida serán aquéllos estándares bajo los cuales juzgamos la bondad de la medición, esto es, patrones que nos sirven para ver si la medición a la que llegamos con un determinado sistema de medida es aceptable o no.

No hay que olvidar que todo sistema de medición será válido o no en un determinado caso, en función del objetivo que persigamos, el cual nos determinará que atributos específicos debemos medir.

La gran mayoría de las teorías en esta materia se han preocupado mucho más por el ¿qué se debe medir? que por el ¿qué se puede medir?. Los distintos teóricos han propuesto en las últimas décadas gran cantidad de medidas a utilizar (pero siempre hablan de deber y no de poder utilizar). Mientras que la A.A.A. concluía en su congreso de 1.966 que era preciso medir en valores corrientes, Edwards y Bell proponían el valor de reposición como el sistema mejor de medida, y Chambers por su parte estimaba que debía utilizarse el precio de venta.

En 1.966 la A.A.A. pedía que toda medida contable

debía contar al menos con las características de relevancia, verificabilidad, flexibilidad cara a contemplar particularidades y cuantificabilidad. Pues bien, aquí encontramos varios de los posibles criterios para juzgar una medida.

Edwards y Bell (1) por su parte estiman que los datos contables deben proporcionar información completa sobre las decisiones pasadas y sobre el método usado para llegar a esas conclusiones. Vemos aquí como lo importante no es tanto el resultado al cual se llega, como la forma en la que se ha llegado al mismo. Ya que esto sirve para que posteriores personas que utilicen la medición puedan comprobar su exactitud.

Por otro lado estos autores (2) exigen que los datos contables sean una base perfecta para la tasación.

Chambers (3) por su parte acentúa la nota de relevancia, exigiendo que los datos obtenidos sean totalmente aplicables y relevantes cara a la toma de posteriores decisiones. (en el capítulo posterior analizaremos más detalladamente que se entiende por relevancia).

Pero mientras se continúa buscando criterios conceptualmente válidos no queda más remedio, dice McDonald, que trabajar en la elaboración de criterios posibles y pa

(1) Edwards y Bell, op. cit. p. 271

(2) Edwards y Bell, op. cit. p. 271

(3) Chambers, op. cit. p. 92, n

ra esto es preciso definir guías de actuación, tales como objetividad, conservadurismo (prudencia), o consistencia (1).

Desgraciadamente pocas de estas pautas o guías de actuación se encuentran bien definidas, por lo que cada economista tiene una idea diferente acerca de su contenido.

Es interesante en este punto hacer referencia a una discusión ya clásica sobre este tema: ¿hay que centrarse en la medición cuantitativa en base a los números, o por el contrario lo más importante es definir los atributos medidos?

Mientras que Bridgman (2) entiende que lo más importante es centrarse en qué es aquello que medimos, Ackoff (3) defiende que hay que centrarse en los atributos que la medida nos proporciona.

Hay algunos autores que consideran que las mediciones deben ser numéricas y que las descripciones verbales constituyen otro tipo de información diferente, que no debe mezclarse con la descripción numérica (medida).

Hasta aquí hemos ido esbozando, si bien de forma harto apresurada, dada la marginalidad de este tema en nuestro estudio, las ideas que en torno a la medición se han

(1) McDonald.... op. cit. p. 63

(2) Bridgman, P.W. The logic of modern physics, McMillan, 1.961, citado por McDonald.

(3) Ackoff, L.R. The design of social research. University Chicago Press, 1.953. p. 69

vertido en el campo de la Economía de la Empresa y más concretamente en el de la Contabilidad. Llegados a este punto vamos a hacer un breve repaso de lo expuesto, y a tratar de concretar aquellos aspectos que mayor relevancia presentan cara a nuestro estudio.

Hemos podido ver cómo se hace preciso medir los acontecimientos económicos, y cómo la medición del valor o evaluación económica ocupa lugar preminente en este apartado de cosas.

Hemos visto también cómo la finalidad de la medición condiciona fuertemente el tipo de sistema de medida a utilizar. Por otro lado las especiales características de cada objeto o acontecimiento a medir nos obligan a utilizar distintos tipos de medida.

Por último cualquiera que sea el tipo de medida utilizado, la naturaleza de los hechos económicos, con su fuerte dosis de incertidumbre, la inestabilidad de la moneda utilizada como elemento de medición, y de otra parte la falta de técnicas y procedimientos de medición que ofrezcan suficiente confianza, obligan a la constante investigación sobre estos temas.

La década de los años sesenta se caracterizó por una especial atención a estos temas acerca de los sistemas de medición, y son muchos los estudios que sobre los mismos se realizaron. La nota que caracteriza a la mayoría de estos estudios es, como se ha podido ver en párrafos anteriores, su divergencia en cuanto a las características a exi-

gir de todo sistema de medida para que pueda ser considerado como válido. Mientras unos, ponen tal acento en la objetividad, otros lo hacen en la relevancia o pertinencia de la medida o en la flexibilidad de la misma.

Para terminar este apartado vamos a hacer referencia a lo que Eldon Hendriksen (1) denomina los "constreñi-mientos" de la medición.

Estos son a su juicio: la incertidumbre, la objetividad y la verificabilidad, la imparcialidad, las limitaciones de la unidad monetaria y por último la prudencia o conservadurismo.

La incertidumbre es algo connatural en los aconteceres económicos ya que la empresa es algo dinámico y en constante evolución, cuya planificación obliga a establecer predicciones sobre el futuro, sobre un futuro que es incierto.

En cuanto a la objetividad no cabe la menor duda de que debe ser una nota a exigir de cualquier medición que se haga, ya que en caso contrario no sería utilizable más que por aquella persona que efectuara la medición. Dejaremos de momento el problema de la objetividad de los sistemas de medida ya que por su importancia le dedicaremos un apartado especial.

La evitación del sesgo o parcialidad en las medicio

(1) Hendriksen, Eldon. Teoría de la Contabilidad. U.T.E.H. A. México, 1.974. 130 y ss.

nes es algo que debe exigirse a todo sistema de medición y una medida puede ser por ejemplo muy verificable y sin embargo ser muy parcial.

La gran mayoría de los soportes de la información económica suelen ir expresados en unidades monetarias y es sabido de todos cómo la inflación, así como las devaluaciones de la moneda, etc., afectan de tal manera a los valores monetarios, que difícilmente pueden compararse en el tiempo dos mediciones en una determinada moneda, por lo que se hace necesario el establecer una serie de correcciones a estos valores cara a su comparabilidad y a su aplicabilidad en momentos diferentes de tiempo.

Sobre el conservadurismo hay que decir que la incertidumbre en las mediciones ha llevado siempre a criterios de prudencia valorativa, sobre todo en el campo contable y en general en toda la Economía de la Empresa. La principal razón de esta prudencia se encuentra en que es mucho menor el riesgo que se corre al infravalorar que al supervalorar.

Cerramos aquí este apartado cuyos planteamientos serán más ampliamente tratados en capítulos posteriores.

La objetividad en la medida y en la evaluación.

Es claro que si pretendemos que las mediciones que efectuamos en el ámbito empresarial gocen de un cierto grado de confianza, tanto interna, como externamente, es necesario que dichas mediciones reflejen claramente aquello que pretendían medir. Pues bien, a esta concordancia, entre lo propuesto y lo conseguido, y a su fiabilidad, es a lo que muchos de los teóricos de este campo han denominado objetividad de las medidas.

El Winston Simplified Dictionary (College edition) . define el término objetividad como "... algo fuera del pensamiento, teniendo existencia propia e independiente..." dicho de otro modo, hace hincapié en la realidad externa que es independiente de las personas que la reciben.

Sin embargo esta existencia separada no es algo que resulte claro en su aplicación al campo de la Economía de la Empresa. Así, por ejemplo, ¿qué hay que entender por beneficio objetivo, para una empresa concreta, en un momento determinado?.

Eldon Hendriksen (1) nos habla de al menos cuatro sentidos diferentes del término objetividad con referencia al campo de la Economía de la Empresa y en relación con los sistemas de medida.

Dice Hendriksen que estos sentidos son:

(1) Hendriksen, Eldon, op. cit. 132 y ss

1) La consideración de una medida como objetiva cuando puede considerarse a ésta como impersonal, cuando "existe fuera de la mente" de la persona que efectúa la medición. Puede decirse que la medida tiene una existencia separada de la persona que la realiza (coincidiría este sentido con el de la definición del Winston Simplified Dictionary más arriba citada).

2) Las mediciones son por otros autores consideradas como objetivas cuando coinciden sobre ello, la opinión de la mayoría de los expertos cualificados, cuando existe un "consensus" acerca de su validez.

En la Economía de la Empresa, como en la mayoría de las ciencias sociales, los términos de medición objetiva y objetividad (1) no deben entenderse como valores y mediciones únicas e irrefutables, sino como observaciones o conclusiones que se obtienen por depuración (exclusión en la medida de lo posible de las particulares motivaciones o parcialidades del sujeto valorador) de la observación particular, y con el fin de que sirva para comunicar estos datos a los demás individuos.

3) Una tercera acepción del término objetividad vendría dada por la posibilidad de verificación en las medidas obtenidas por un determinado investigador. Se trata aquí de la contrastación de los datos obtenidos por un experto, por parte de otras personas que utilizan dichos datos.

Es este sentido del término objetividad el que más

(1) Bierman, Harold, op. cit. p. 502 y ss

interesa desde el punto de vista de la Economía de la Empresa y en este sentido se han expresado varios de los más prestigiosos autores en este campo; así por ejemplo, Moonitz en su obra "The basic postulates of accounting" (1) dice: "... objetivo quiere decir ... imparcial. Sujeto a verificación por otro investigador competente...".

También se ha expresado en idéntica forma el Comité para preparar una declaración de la teoría básica de la Contabilidad al afirmar que la verificación es "... el atributo de la información que permite a las personas que trabajan independientemente unas de otras, desarrollar mediciones o conclusiones similares de la misma evidencia..." (2)

Patton y Littleton en su obra "An introduction to corporate accounting Standards" (3) se definen en la misma línea, afirmando que lo que da validez a un estado contable o financiero es "... la evidencia verificable y objetiva...". Un ejemplo de esto bien puede ser la aceptación de un ingreso como realizado, basándonos en la venta como evidencia objetiva y verificable, es decir, contabilizaríamos el ingreso cuando se hubiese realizado la venta.

4) Por último y como cuarto significado del término objetividad en el campo Económico-Empresarial no nos queda más remedio que hacer referencia a aquellos autores que ve la objetividad de la medida determinada por el grado

-
- (1) Moonitz, Maurice. The basic postulates of accounting. Accounting Research Study, nº 3, A.I.C.P.A., N. York. 1964.
 - (2) Committee to prepare a statement of basic accounting theory. Evanston, Illinois, A.A.A., 1.966. P. 10
 - (3) Patton, W. y Littleton, A.C. "An introduction to corporate accounting Standards" American Accounting Association, 1.955.

de dispersión existente entre las mediciones realizadas por diferentes sujetos. Así una medida será tanto más objetiva cuanto menor sea la dispersión de los resultados obtenidos por diferentes medidores con respecto a un mismo hecho.

Resulta muy difícil el encontrar sistemas de medición, que al ser aplicados por personas diferentes, den resultados desprovistos de sesgo personal; pero no cabe duda que cuanto menor sea éste, es mayor la utilidad que la medida en cuestión nos proporciona.

No quisiéramos cerrar este apartado acerca de la objetividad de las mediciones en el campo económico-empresarial, sin hacer referencia a los trabajos de Ijiry y Jaedicke sobre el tema (1).

Piensen estos autores que la objetividad es una propiedad que toda medida debe poseer, pero que es una propiedad muy difícil de definir ya que los diferentes autores no han llegado a ponerse de acuerdo en cuanto a su significado.

Opinan estos autores que cuando las reglas de medición son claras, específicas y detalladas; los resultados a los que llegan los distintos medidores son parecidos, mientras que si no lo son se hace necesaria la introducción de juicios subjetivos por el medidor en la medición; con lo

(1) Ijiry, Y, y Jaedicke, K. "Reliability and Objectivity of accounting measurement". Accounting Review. Vol. XLI, Jul. 1.966.

que los resultados difieren grandemente de unos medidores a otros. Es por esto por lo que la objetividad de un sistema de medida puede determinarse por el grado de consenso en los resultados (output); dicho de otra manera por el grado en el cual la medida depende de la persona que mide.

Es interesante hacer notar que el grado de consenso no depende solamente del sistema de medida, sino que también es función de los objetos cuya propiedad quiere medirse. Sirva el ejemplo que tomamos de estos mismos autores (1) para demostrar lo anterior: dados dos sistemas para medir el beneficio, el primero puede dar un mayor consenso (ser más objetivo) que el segundo, en orden a la medición de las ganancias en una empresa de servicios, y sin embargo el segundo puede resultar más objetivo para medir las ganancias en empresas manufactureras. Esto puede suceder, por ejemplo, porque el primer sistema contenga reglas vagas e imprecisas para determinar el valor de los inventarios, lo cual es básico en la determinación del beneficio en el segundo de los casos propuestos (empresa manufacturera).

Otra nota importante a tener en cuenta es que la objetividad depende también del grupo de personas a quien va dirigida la medición, lo cual está íntimamente relacionado con la finalidad perseguida en la medición.

Cuando un determinado colectivo de personas llega a un alto grado de consenso con respecto a cómo realizar determinadas observaciones y sobre cómo llegar a determina

(1) Ijiry y Jaedicke, op. cit. p. 416 y ss

das conclusiones; las conclusiones a las que se llega, tienen un alto margen de probabilidad de contener pocos elementos de caracter subjetivo, o si se prefiere estarán bastante libres de juicios de valor.

A este "acuerdo interpersonal de forma de pensamiento" es a lo que denominan algunos autores (1) objetividad. En este sentido puede afirmarse, por ejemplo, que la contabilidad es un método objetivo de medida.

Quisiéramos matizar con un ejemplo la afirmación que hacemos unas líneas más arriba de que el consenso de un grupo de personas con respecto a un determinado sistema de medición no supone necesariamente que otro grupo de medidores diferente considere aquélla como objetiva; así por ejemplo, no es extraño que economistas y juristas no coincidan en cuanto al grado de objetividad a atribuir a determinados sistemas de medición, tales como la contabilidad. Esto es lógico, ya que las finalidades perseguidas por ambos grupos de personas son muy diferentes.

La medida de la objetividad.

Pasemos antes de concluir este apartado a describir la medida de la objetividad que Ijiry y Jaedicke han desarrollado (2). Proponen estos autores una fórmula de medición de la objetividad de cualquier sistema de medida y con

(1) Bierman, H. Obra citada.

(2) Ijiry, Y. y Jaedicke, R. en op. cit. y Ijiry Y., en "Foundations of accounting measurement", Englewood Cliffs, Prentice Hall, N.J. 1.967.

aplicación al campo económico-empresarial, que por su interés y clarividencia, se ha convertido en un trabajo ya clásico en este campo.

Relaciona este trabajo la medida de la objetividad con la medida del grado de confianza, y aunque ambas características muestran similitudes, no por eso dejan de presentar importantes diferencias, ya que mientras la primera muestra las diferencias entre los valores hallados y la media de los mismos, la segunda relaciona las medidas halladas con un valor previamente prefijado.

La medida del grado de objetividad viene definida por la siguiente fórmula:

$$V = 1/n \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \quad [1]$$

siendo:

V = objetividad.

n = número de medidores.

i = Valores de i hasta n (cada medidor).

$$\bar{x} = 1/n \sum_{i=1}^n x_i = \text{media de } x.$$

x_i = cantidad a medir.

Como vemos la idea es la medición del grado de objetividad a través del consensus existente entre los distintos medidores, lo cual se expresa a través de la dispersión o sesgo de las medidas efectuadas por las diferentes personas.

Independientemente de su objetividad dicen estos autores, que una medida goza de confianza o fiabilidad o no, en la medida en que cumple con la finalidad que se le exige y para explicarlo más claramente transcribimos un ejemplo de los citados autores: así, por ejemplo, un termómetro es un instrumento de medida totalmente fiable cara a la medición de la temperatura, pero dicho instrumento también se utiliza para predecir el tiempo atmosférico del día siguiente, y en ese caso ya no es fiable (1)

Es obvio el preguntarse ahora el ¿cómo puede medirse el grado de confianza? (2) para esto es necesario medir el número de veces (en tanto por ciento) que la medida acierta en sus predicciones.

Si se sustituye en el ejemplo anterior aciertos y errores por una clasificación más detallada resulta fácil medir la confianza de un sistema de medida, ya que matemáticamente la expresión sería similar a la del cálculo de la objetividad, salvo que sustituiríamos el valor de la media de las medidas halladas, por un valor estimado de la medida, basado en los distintos usos de la misma o bien en los distintos usuarios de ésta; elaborando luego este valor teórico a través, por ejemplo, de un promedio.

Tendríamos así, que

$$R = 1/n \sum_{i=1}^n (x_i - x^*)^2 \quad [2]$$

(1) Ijiry y Jaedicke. op. cit.

(2) Como el lector habrá ya deducido, objetividad y confianza no son conceptos dicotómicos sino que por el contrario son susceptibles de grados.

donde todo es igual a la fórmula [1] salvo que

R = grado de confianza.

x^* = valor teórico declarado.

Si relacionamos [1] con [2] y hacemos $[\bar{x} - x^*]$ tendremos que $R = V + B$ siendo B un factor al que denominaremos grado de parcialidad (reliance bias) que será tanto menor cuanto más se acerque el valor teórico estimado (x^*) a la media de las mediciones efectuadas (\bar{x}).

Las conclusiones a las que nos llevan estas fórmulas son:

1º. Que el grado de confianza es un concepto más amplio, y que por lo tanto engloba, el grado de objetividad; por lo que es aquél y no éste el concepto que debe utilizarse para escoger un determinado sistema de medición cara a la toma de decisiones económicas.

2º. Que al ser el grado de confianza (Reliability) igual al grado de objetividad más un factor de parcialidad; se hace posible la medición del grado de objetividad de un sistema de medida al margen del caso concreto en el cual se va a utilizar o se está utilizando, y consiguientemente al margen de la finalidad perseguida. Pero no ocurre igual con la confianza, que es función de la finalidad de la medición.

3º. Que los economistas deberán desarrollar sistemas de medida que sean útiles para producir medidas (x_i) que sirvan para dar buenas predicciones acerca de la variable concreta a medir (y) (siendo $y = f(x)$) reduciendo así

la parcialidad (B) de la medición.

4º. Que es preciso sacrificar el grado de objetividad de los sistemas de medida en aras de un mayor grado de confianza o relevancia en las mediciones.

Cerramos aquí esta somera explicación de lo que en Economía de la Empresa se entiende por grado de objetividad de las medidas recordando como son varios los conceptos que sobre la misma se utilizan en este campo; y como consenso, relevancia, dispersión de las medidas y verificabilidad, se entremezclan para dar una idea del grado de objetividad, que muy poco tiene que ver, con lo que se utiliza en otras ciencias a tal fin, y que hace referencia generalmente a la impersonalidad de la medida y a su independencia de la persona que mide.

INESTABILIDAD MONETARIA, INCERTIDUMBRE Y VALORACION EN LA EMPRESA

Inestabilidad e incertidumbre son dos características que connotan la casi totalidad de las valoraciones que se realizan en el seno de la empresa, confiriendo a éstas un alto grado de aleatoriedad, así como dificultándolas en gran manera.

Por otro lado, tanto si se trata de valoraciones parciales como de valoraciones unitarias, se hace necesaria la consideración de estos elementos como requisito indispensable para obtener relevancia y pertinencia en las mediciones.

La valoración en la empresa está siempre referida a un momento concreto en el tiempo (sea cual sea la estructura valorativa utilizada) pero para su estimación se hace precisa; tanto la consideración de predicciones sobre el futuro (en especial con respecto a resultados esperados) como la información sobre el pasado (por ejemplo, costes históricos).

Sobre el pasado hay que advertir de los grandes ajustes que se hace preciso introducir en la medición por motivos tales como:

- Depreciación y obsolescencia.
- Cambios en el nivel general de precios.
- Devaluaciones y causas similares.

Con respecto al futuro entran en juego correcciones y ajustes que tratan de reflejar:

- La incertidumbre.
- El riesgo.
- La inflación.
- El coste del capital.
- Otras causas específicas.

También hay que añadir que en determinadas ocasiones el futuro suele estimarse en base a probabilidades.

Los esfuerzos para paliar estas deficiencias de los datos en los cuales se basan las mediciones, han sido una constante en los programas de investigación de los teóricos de la Economía de la Empresa y de la Contabilidad.

Vamos a exponer a continuación algunas de las ideas que en esta materia se han desarrollado. Pretendemos con ellas informar al lector de cuáles son las principales soluciones propuestas y hacia dónde evolucionan. Pero sin entrar en su análisis detallado, pues esto rebasa los límites de nuestro trabajo.

Con respecto al tratamiento de la incertidumbre en la valoración recogemos en forma resumida la exposición y análisis de este tema que magistralmente desarrolla Gunter Jaensch en su ya citada obra "Valoración de la Empresa" (1).

(1) Jaensch, G. Valoración de empresas. op. cit. 93-131.

Distingue este autor entre las correcciones a realizar en cada uno de los parámetros valorativos y las correcciones en el valor global. Con respecto a las primeras, cabe citar las correcciones efectuadas en el cálculo del rendimiento futuro (así, por ejemplo el calcularlo mediante el promedio de los resultados de varios períodos anteriores, eliminando o no las cifras extremas, supone una consideración de la incertidumbre). Otros procedimientos de ajuste consisten en recargar el tipo de actualización; cabe distinguir entre procedimientos de recargo del tipo de actualización con escasa fundamentación teórica (como por ejemplo, el basar el recargo en la pérdida de liquidez del dinero o el procedimiento Gsell-Bosshard) (1) y procedimientos científicos de determinación del recargo por riesgo (aquí hay que citar los recargos basados en la extrapolación de las desviaciones respecto a los planes futuros y la determinación basada en el análisis comparativo inter empresas).

A caballo entre las correcciones efectuadas en los parámetros y las correcciones al valor global se encuentra la consideración de la incertidumbre mediante la reducción del tiempo de duración de los resultados futuros.

Con respecto a la consideración de la incertidumbre en los modelos globales de valoración de la empresa hay que decir que se basan en la inclusión del valor sustancial en el cálculo del valor global de la empresa. La argumentación para esto es la siguiente: lo correcto sería como afirma

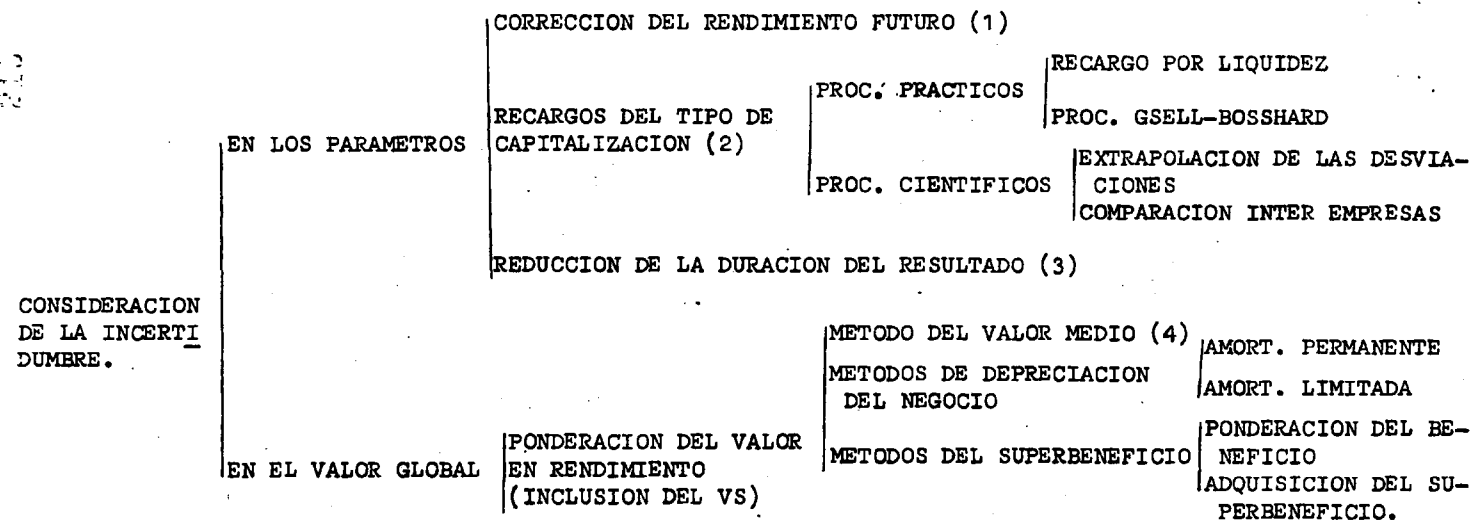
(1) Jaensch, G. Op. cit. p. 100.

Mellerowicz (1) el basar la valoración de la empresa única y exclusivamente en el valor en rendimiento, pero la incertidumbre acerca de los resultados futuros obliga a ponderar también los datos actuales (valor sustancial) sobre los que se tiene un mayor grado de certeza. Este procedimiento de ponderación del valor sustancial como medida correctora de la incertidumbre del valor en rendimiento, se da en casi todos los modelos de valoración global de empresas adoptados en la práctica, y las correcciones efectuadas van desde el método del valor medio (que pondera por igual valor sustancial y valor en rendimiento) (2) hasta los procedimientos que consideran la depreciación del valor del negocio (y consecuentemente lo amortizan) y aquellos otros que dividen el resultado futuro en dos partes, distinguiendo entre beneficio normal y superbeneficio, capitalizándolos a tipos diferentes.

El cuadro siguiente servirá para resumir las ideas hasta aquí expuestas.

(1) Mellerowicz, K. "Der Wert unter unternehmung als Ganzes" Essen 1.952, citado por Jaensch, G. Op. cit. 106.

(2) Smalenbach, E. "Die Beteiligungsfinanzierung". Colonia, Opladen, 1.954. Citado por Jaensch, op. cit. 109.



- (1) El cálculo mediante promedios de los resultados anteriores, la depuración de los datos y la eliminación de los resultados externos son medidas de prudencia para corregir la incertidumbre.
- (2) El actualizar a tipos superiores supone disminuir el valor y consecuentemente lleva a resultados similares al punto (1).
- (3) La reducción del número de años durante los que se espera un resultado futuro, limita el valor total y aminora la incertidumbre.
- (4) La ponderación del valor en rendimiento con el valor sustancial reduce el resultado.
- (5) No se capitaliza todo el resultado futuro estimado ya que se va empleando en amortizar el goodwill.
- (6) Se trata de distinguir entre beneficio normal y beneficio extraordinario, el primero es la remuneración normal al valor sustancial y se capitaliza a un interés distinto que el superbeneficio.

Con respecto a las correcciones a efectuar en los datos a causa de las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda debido a causas tales como: la inflación, devaluaciones, etc... dos son las soluciones que se destacan entre la multiplicidad de las existentes.

La primera de ellas consiste en efectuar correcciones en la información contable basadas en los cambios en el nivel general de los precios. En esta línea se propone que los estados financieros presenten dos balances paralelos que muestren los resultados en unidades monetarias corregidas en base a índices de precios junto a los resultados obtenidos mediante la medición tradicional. De esta forma se podrá constatar la diferencia existente; debida a causas tales como la inflación, etc... (1). El principal problema radica en la necesaria distinción entre cuentas monetarias y cuentas no monetarias.

La otra solución propuesta es la que adopta la legislación holandesa y que recientemente ha sido recomendada por el informe Sandiland (informe encargado en Inglaterra a un grupo de expertos para paliar el efecto de la inflación en los informes contables y financieros) (2).

Consiste esta modalidad en la aceptación de la valoración del activo a precios de reposición (en lugar de

(1) Véase Ijiry, Y. "Theory of accounting measurement". A. A.A., N. York, 1.975, cap. 5, 6 y 7.

(2) Inflation Accounting. Report of the inflation accounting committee. H.M. Stationery Office. Londres, 1.975.

precios de compra) y se encuadra dentro de lo que se viene denominando "contabilidad del valor" (1); nombre que engloba las modernas teorías contables que tratan de reflejar los activos en los estados financieros en función de su valor y no de su precio.

Creemos que lo expuesto en estas breves notas acerca de la consideración de la incertidumbre y de la inestabilidad monetaria en la valoración bastan para dar una idea de la importancia y trascendencia del tema así como de su necesaria consideración en cualquier valoración a realizar en la empresa.

(1) Alvarez Melcón, Sixto. Unidades Didácticas de Análisis Contable Superior, U.N.E.D., Madrid, 1.977, tema 17.

LOS PORTADORES DEL VALOR EN LA EMPRESA

LOS FACTORES PORTADORES DEL VALOR

Hemos llegado a la conclusión (en los capítulos anteriores) de que el valor de la empresa difícilmente puede ser considerado como algo objetivo, global, y unitario; ya que muchos son los componentes que intervienen en el mismo y muy variadas las motivaciones que nos pueden inducir a valorar una empresa; motivaciones éstas que condicionan el resultado de la valoración.

Tenemos pues que admitir que no puede hablarse de "valor" sino de "valores" en la empresa, y que éstos dependen, tanto de características más o menos objetivas (y por ende claramente medibles) como de apreciaciones subjetivas (en función de la finalidad perseguida y de la persona que valora). En definitiva no cabe hablar de valor en abstracto sino de valores referidos a una finalidad concreta.

Vamos a describir y analizar, en los párrafos posteriores, aquellos elementos cuyo análisis lleva aparejado contenidos valorativos con respecto a la empresa, pues como es sabido no solo el valor sustancial y el beneficio, reflejan el valor de la empresa, ya que éste se encuentra inmerso de todos y cada uno de los elementos que componen el conjunto económico-empresarial. Y tanto en los de naturaleza material, como en aquellos otros de carácter funcional u operativo. El valor es en suma el resultado de la concurrencia de una serie de acciones sobre un bien en un contexto limitado (1).

(1) Pourbaix, C. Op. cit. p. 235.

El valor de la firma se refleja fundamentalmente en los siguientes aspectos y factores de la empresa:

- En el proceso real que a su vez tiene un reflejo físico (su existencia) y un reflejo numérico (su medición) que es el proceso contable.

- En el proceso financiero, tanto en las fuentes de financiación como en su aplicación a un objetivo y consecución del mismo.

- En los resultados de la firma. Siendo necesario distinguir entre resultados económicos y resultados de naturaleza social.

- En la potencialidad de la empresa. En su capacidad para generar beneficios futuros, y en su capacidad de supervivencia. Asimismo en el valor de sus recursos humanos, etc...

- En la gestión de la empresa; su organización, dinamicidad, flexibilidad y también en sus directivos.

- En su situación con respecto al entorno que le rodea: imagen, cuota de participación en el mercado, nivel tecnológico, etc...

- En el mercado bursátil (caso de cotizar en bolsa) que reflejará el valor subjetivo que los inversores conceden a la empresa.

- En todas aquellas características de la firma que aporten información sobre su existencia pasada, presente y futura y sobre el grado de cumplimiento de sus objetivos. Todo esto sin olvidar en cada valoración concreta la finalidad que perseguimos que será en definitiva la que marque en qué reflejos o aspectos del valor es necesario fijarse en cada caso específico.

Al margen de esto se hace necesario que los parámetros que vamos a estudiar sean analizados en relación con el entorno que rodea cada valoración concreta.

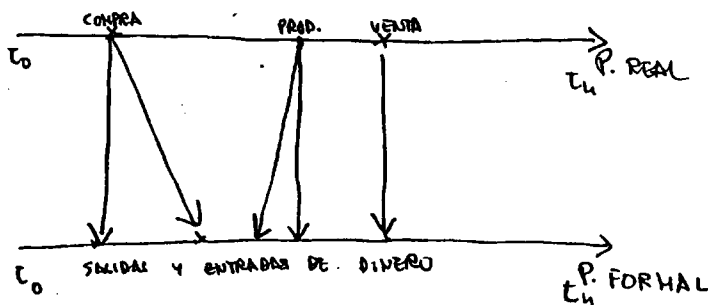
Los distintos sistemas valorativos elaborados por la Contabilidad o por la Economía de la empresa suelen fijarse solamente en algunos (normalmente en uno solo) de los factores que conforman el valor de la empresa, por lo que no cabe atribuir a ninguno de ellos carácter de exactitud y relevancia absoluta, ya que su validez viene condicionada por su uso.

Comenzaremos pues a analizar los factores descritos en los párrafos anteriores.

El proceso material y el proceso formal.-

Sabido es como el acontecer empresarial se refleja en un proceso de naturaleza material o real que supone la compra de materias primas para su posterior transformación, mediante el empleo de la mano de obra y de los equipos e instalaciones técnicas, y su consecuente colocación en el mercado. Tenemos pues como se produce un circuito físico de los bienes de producción que va desde su adquisición, hasta su colocación en el mercado.

Por otra parte cada hecho que se produce en el circuito o proceso material tiene un reflejo de carácter monetario; de tal forma que a cada variación en el proceso físico le corresponde una variación similar en el proceso formal o financiero (por ejemplo, a cada compra corresponde una salida de dinero que puede coincidir o no en el tiempo con la compra descrita).



Esta similitud entre ambos procesos es lo que ha llevado a los científicos de la Economía de la Empresa a la medición y observación de los fenómenos materiales de la misma, a través de sus reflejos monetarios. Mediante esta abstracción se consigue en gran medida aislar los componentes económicos de cada acontecer empresarial, cara a su enjuiciamiento y a la toma de futuras decisiones.

Pues bien, el valor de la empresa se refleja tanto en uno como en otro proceso, y ambos recogen particularidades interesantes del mismo cara a posibles evaluaciones de la empresa como conjunto.

La Contabilidad tiene grandes dificultades para medir este proceso dada la dinamicidad del mismo y se ve obligada a recurrir a "cortes" periódicos en dicho proceso con el fin de evaluar las variaciones sufridas durante el período de referencia. Esto es una fuente de frecuentes errores y obliga a estimaciones, prorrateos, dotación de provisiones y previsiones, etc....

Pues bien, tanto los bienes materiales como su medición contable, ofrecen aspectos interesantes sobre el valor de los mismos y por tanto de la empresa que los posea. Así tenemos que el examen físico de los elementos patrimoniales y el análisis de la contabilidad nos ayudarán a evaluar la empresa.

Estos datos proporcionan gran información cara al cálculo del valor sustancial de una empresa, así como a la estimación de su valor de reposición. Pero tanto a los asien

tos sobre costes, como a aquellos que se refieren a resultados, es preciso ajustarles y corregirles en función de muchas variables. Por otro lado inflación y depreciación condicionan fuertemente estas mediciones llevándonos del valor sustancial al valor de reposición.

No quisiéramos olvidar el necesario examen de las fuentes de financiación de la empresa, así como sus características más importantes entre las que destacan:

- Fuentes propias o ajenas.
- Tipo de interés a pagar.
- Duración de las mismas.
- Posibilidad de nuevas fuentes.
- Autofinanciación de la firma.

El análisis de estas fuentes nos da una idea de la potencialidad de la empresa en cuanto a expansión futura, posibilidades de supervivencia, etc... Por otro lado, nadie duda de que dos empresas con igual activo patrimonial y con similares resultados, tendrán un valor global distinto, en la medida en que difieran las fuentes de financiación de ambas, ya que éstas (las fuentes de financiación) nos permiten establecer estimaciones y predicciones sobre el futuro de la empresa y esto es en definitiva lo que debe mirarse en algunas valoraciones, como por ejemplo; cuando se trata de operaciones de compra-venta de empresas.

Los resultados de la firma.-

El resultado de la empresa es decir: el beneficio que ésta obtiene (supuesto que sea éste el objetivo perseguido) nos da una idea sobre el grado de eficacia de la empresa cara a la consecución de sus fines. Resulta claro que en la medida en que éstos (los fines u objetivos) sean cumplidos, mayor es el valor de la empresa. Si hemos repetido incesantemente que las cosas son tanto más valiosas, cuanto más satisfacen las necesidades a las cuales se destinan, es claro que la empresa tendrá tanto más valor cuanto mayor utilidad genere. Y la expresión de esta utilidad no es otra que el beneficio o el resultado de la empresa.

Los resultados de la empresa suponen al menos tres concepciones diferentes en orden a la valoración de la empresa:

1) Por una parte son la expresión sintética y global de la consecución del objetivo empresarial.

2) Por otro lado, son la base para determinar resultados futuros de la misma.

3) Por último, sirven para medir el "exceso de valor" (goodwill) de la empresa, y esto se debe a que la empresa es algo más que una mera suma de elementos. Pues en definitiva se trata de un conjunto organizado en orden a la consecución de un fin, lo cual se refleja en la generación de unos beneficios.

En definitiva, hay que afirmar que si el proceso

material nos servía para determinar valores sustanciales y de reposición, el resultado nos informa sobre el valor en rendimiento de la empresa y sobre el valor global de la misma.

El beneficio nos ofrece por otro lado un alto contenido informativo cara a la medición de lo que se viene denominando la capacidad para generar beneficios de la empresa (earnings power). Es este un dato que nada tiene que ver con la rentabilidad de la empresa, ya que lo que se mide en este caso es el valor de la estructura como "potencialidad" y no los resultados que ésta ha generado, o genera en el presente. Se trata de contemplar la estructura de la empresa no como un dato, sino como un valor potencial susceptible de utilización.

Al hablar de estructura nos referimos al conjunto económico-empresarial englobando tanto los factores elementales (mano de obra, materias primas y equipos), como los factores dispositivos (Dirección, organización y planificación) y todos aquellos otros elementos que supongan una capacidad funcional a aprovechar en la empresa (capacidad de endeudamiento, imagen en el mercado, patentes, etc...).

La gestión y los recursos humanos.-

Ha sido frecuente en la literatura económico-empresarial el olvido del factor humano de la empresa, como activo a valorar y a considerar en la evaluación de empresas.

Sin embargo, el acentuamiento de los componentes

humanos y sociales en el marco de la Economía de la Empresa ha llevado a la inclusión progresiva de estos planteamientos en los campos contables y de la economía de la empresa. Así, es frecuente encontrar hoy en día trabajos sobre la contabilidad de los recursos humanos (1); tema éste que no habían dudado en calificar autores anteriores como, por ejemplo, W. Paton (2) como algo importante pero no cuantificable.

Entre los trabajos realizados en este campo (que se encuentra pese a todo en sus inicios, aunque con grandes perspectivas de futuro) merecen citarse los modelos de:

- V. Lev y A. Schwartz (basados en el concepto de valor actual de Irving Fisher) (3).

- E. Flamholtz (que se basan en la corriente potencial de servicios) (4).

- B. Jaggi y H. Lau (aplicando la técnicas de las cadenas de Markov) (5).

(1) Paton, W. "Accounting Theory", Ronald Press, 1922, pp. 486-487. Citado por Sáez Torrecilla, Angel.

(2) Lew, B. y Schwartz, A. "On the Economic Concept of the Human Capital in financial Statements", T.A.R. Agosto 1.969, p. 103 y ss.

(3) Flamholtz, E.G. "Contabilidad de recursos humanos" en Esic-Market.

(4) Jaggi, B. y Lau, H. "Towards a model for Human Resource Valuation" T.A.R., abril 1.977, p. 320 y ss.

(5) Citados por Angel Sáez Torrecilla en "El coste y el valor de los recursos humanos" Económicas y Empresariales, nº 2, p. 132 y ss.

- Otros como los de Becker y Chiswick, la Honey Well Bull o el modelo de Manitor (1).

Bien, pues tanto éstos (los recursos humanos) como la gestión y organización de la empresa son elementos a valorar a la hora de determinar el valor global de una empresa, sobre todo en operaciones de cambio de propiedad (compra-ventas, fusiones, absorciones, etc...).

Muchos autores proponían en años anteriores (hasta la década de los años sesenta) la no consideración de estos activos inmateriales (personal y organización), pues entendían que su valor estaba ya contabilizado en él goodwill de la firma, por lo que su valoración supondría una doble medición.

Opinaban estos autores que el beneficio era la ex-presión de la combinación de todos estos elementos y que era su reflejo por lo que no cabía una nueva valoración de dichos elementos.

A esto cabe objetar que independientemente de los resultados que cada empresa obtiene; está la capacidad de ésta para generar un importe superior de beneficio mediante una más adecuada utilización de los recursos humanos de la empresa.

(1) Citados por A. Sáez Torrecilla en "El coste y el valor de los recursos humanos". Económicas y Empresariales, nº 2, 132 ss.

Sirvan dos ejemplos para explicar la independencia entre estos conceptos y el goodwill cara a la determinación del valor global de una empresa: supongamos dos empresas de similar patrimonio y que generen análogos resultados. Pero que una de ellas tuviere una mayor flexibilidad y capacidad de adaptación a los posibles cambios a los que la empresa se viera obligada ¿cuál valoraríamos más?. Supongamos que la diferencia entre ambas está en que una tiene un equipo humano más joven y mejor preparado que la otra, pero que lo infrutiliza por algún motivo como pudiera ser un gerente ineficaz o un mal sistema de promoción del personal ¿cuál tendría para nosotros más valor?.

Creemos que los ejemplos anteriores dejan suficientemente aclarada la necesidad de contemplar la organización y los recursos humanos como algo independiente del goodwill o del beneficio para atribuirle un valor propio.

El mercado bursátil.-

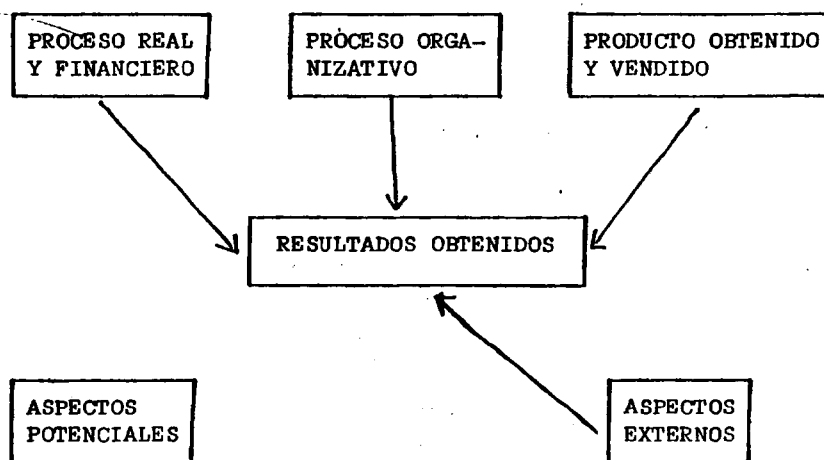
En aquellas empresas que cotizan en bolsa junto con los parámetros o reflejos internos del valor de la empresa existe información acerca del juicio que los inversores tienen acerca de la firma, esto se refleja en la cotización de las acciones de la empresa) lo cual supone una medición objetiva (1) del valor de la empresa. Por otro lado, cualquier posible comprador de la empresa se fijará en el valor de ésta en bolsa y de forma análoga lo hará cualquier geren

(1) Objetiva en el sentido de que supone un consenso.

te que trate de buscar que el valor de la empresa en bolsa sea máximo (1).

Cerramos aquí este capítulo en el cual hemos pretendido mostrar cuales son los principales factores de la empresa en los que se reflejan los aspectos valorales de la misma.

Ha podido observarse como las tres vertientes de la empresa; como son, el proceso real, el proceso organizativo y el proceso de gestión, son sendos reflejos del conjunto empresarial y como en los resultados conseguidos encontramos una síntesis de los anteriores aspectos.



Reflejos del valor

(1) Esto se explica en el capítulo dedicado a la valoración bursátil por lo que no nos extendemos aquí sobre su significado e importancia.

Digamos por último que cada uno de estos parámetros configura un vector de valor en cada evaluación específica y que el valor global de la empresa, para una finalidad concreta, y en un momento determinado, bien pudiera entenderse como la suma de una pluralidad de vectores valorales en función de los reflejos del valor en distintos aspectos o facetas de la empresa.

ANALISIS PARA UNA TIPOLOGIA DEL VALOR EN
LA ECONOMIA DE LA EMPRESA

Hemos visto en capítulos anteriores como el concepto de valor, por entrar dentro del capo del comportamiento selectivo de la persona -el comportamiento reflejo no implica valoración alguna- no tiene unos límites claros, y se presta a numerosas definiciones, conceptos y clasificaciones más o menos amplias, sin que pueda presumirse de ninguna de ellas la amplitud exacta o la precisión y exclusividad del concepto acuñado.

La Economía y más concretamente la Economía de la empresa, como disciplina que estudia un fenómeno de carácter social como es la empresa, no podía sustraerse a esta multiplicidad de acepciones e ideas en torno al concepto de valor, máxime cuando como ya hemos dicho en apartados anteriores, la historia y evolución de la ciencia económica no ha sido otra, que búsqueda (o si se prefiere lucha tras) del concepto y significado del valor (en este caso del valor económico).

Los valores se manifiestan ante nuestros ojos de muy diferentes maneras dificultando grandemente la definición del mismo, a la vista de la multiplicidad de usos actuales que el vocablo tiene.

El economista nos habla del valor en cambio; la reglamentación de los servicios públicos establece el concepto de valor justo (así por ej., en el precio a pagar por

una expropiación forzosa); por su parte en la Contabilidad y en la Economía de la empresa se habla de valores de liquidación, de valores en rendimiento, etc.... según el fin con el que se lleva a cabo la valoración.

Ya en el campo de la Teoría económica y de la Economía política el concepto acuñado por los diversos autores ha ido evolucionando paulatinamente, mostrándonos en su evolución diferentes facetas o aspectos del valor.

No tardaron los Clásicos en darse cuenta de la posición preminente que la idea del valor asumía en el pensamiento económico, y como la concepción que de éste se tuviera, condicionaba fuertemente el tratamiento de cualquier otro problema económico.

Para no desviarnos de la idea central de este capítulo (terminología sobre el valor en la Economía de la Empresa) vamos a pasar a exponer brevemente los diferentes conceptos de valor elaborados en el campo de la Economía general; por entender que éstos son básicos y previos para comprender los que a continuación desarrollaremos en relación con el campo empresarial.

No se trata aquí de explicar cada uno de los conceptos, que a continuación definiremos, ya que esto se hace a lo largo de toda la obra y constituye una de las ideas centrales de la misma (aclaración del concepto de valor). Por el contrario se trata de analizar brevemente cada uno de los conceptos que más se utilizan usualmente en el campo de la economía (y consecuentemente en esta obra) y esto con una doble finalidad.

En primer lugar se trata de aclarar la terminología empleada en este trabajo y en todos aquellos que recogen problemas similares; ya que la multiplicidad de acepciones existentes, así como las diferentes utilizaciones de los términos empleados, convierten la lectura de cualquier texto sobre valor o valoración (en referencia con la empresa), en una maraña de términos confusos, contradictorios y generalmente de contenido poco explicitado.

VALOR EN LA ECONOMIA GENERAL

Coste, Precio y Cantidad de trabajo.-

Las primeras ideas de los Economistas en torno a la figura del valor consistían, como ya se ha dicho anteriormente, en la consideración del mismo como algo intrínseco a los bienes, como una cualidad inherente a los mismos. En esta línea identificaban al valor, bien con los costes de producción (precio de los factores de producción), bien con el precio en el mercado del bien en cuestión, o bien en la línea Ricardiana (posteriormente adoptada por Carlos Marx) al considerar que el valor de los bienes nos viene definido por la cantidad de trabajo que los mismos llevan incorporados.

Tenemos aquí las tres primeras ideas acerca del valor económico, así:

VALOR = COSTE DE PRODUCCION

VALOR = PRECIO DE MERCADO

VALOR = CANTIDAD DE TRABAJO

Es importante señalar, como entre los costes de producción y sus precios no existe una relación del tipo causa/efecto -como creían algunos de entre los clásicos, como por ej., D. Ricardo- sino que ambos conceptos se condicionan recíprocamente, pues los dos no son sino diferentes partes de un mismo y único sistema general de equilibrio económico.

Valor objetivo y valor subjetivo.-

Es la escuela marginalista, la primera que con su profunda preocupación por la conducta del consumidor, la que comienza a pensar que el valor no es una cualidad intrínseca de los bienes, sino que en realidad está constituida por una relación sujeto/objeto; siendo el sujeto particular el que "valora" los bienes en función de la "utilidad" o satisfacción que de ellos obtiene (y que lógicamente va decreciendo a medida que posee más unidades del mismo).

La escuela austríaca junto con Jevons y Walras trató en vano de medir dicha utilidad acufiando el concepto de utilidad marginal.

Los dos párrafos anteriores nos enfrentan con una distinción esencial en torno al fenómeno del valor en la Economía, pues en base al planteamiento expuesto en los mismos, podemos hablar de valor subjetivo frente al valor objetivo, y esto según entendamos que el valor de los bienes es algo que tiene aceptación y validez general -medible y por ende concreto (Valor objetivo)-, o por el contrario

creamos con los marginalistas, que el valor no es medible directamente, que es variable en función de circunstancias y del sujeto que valora, y que se obtiene a través de una medición racional (no arbitraria) en función del objetivo perseguido por quien valora.

Valor en uso y valor en cambio.-

Al existir la posibilidad de intercambio de bienes entre los individuos, se pone de relieve, que además de valorar individualmente los bienes, en función de la utilidad que le reporten, cualquier sujeto puede adquirir bienes en el mercado y por lo tanto tener una referencia del valor de los bienes, no solo en función de la utilidad que le producen, sino también en función del sacrificio o coste que le supone su adquisición; sacrificio este último que puede estimar mayor o menor que la satisfacción que espera obtener del bien.

Vemos pues como el concepto (¿subjetivo?) de la utilidad se complementa con el concepto (¿objetivo?) de intercambio, dando lugar a dos acepciones distintas del valor. Así tenemos un valor en uso que, en opinión de Fernández Pirla, puede definirse como "la estimación de las condiciones de un objeto en función de la actitud del mismo para satisfacer directamente nuestras necesidades" (1) y un valor en cambio que el mismo autor define como "la estimación del valor de un objeto pensando en las ventajas que pueden obtenerse del mismo al ser cambiado por otros".

(1) Fernández Pirla, op. cit. 385

Utilidad y escasez.-

Es clásico en la historia de la Economía el ejemplo de la "paradoja del valor" que los autores clásicos esgrimían para argumentar, en favor o en contra de la idea de valor de uso. En este sentido decían que un diamante era poco útil y sin embargo se consideraba por todos como muy valioso y por el contrario el agua es de imponderable utilidad siendo a pesar de esto considerado como algo poco valioso en el mercado.

Vemos (1) como de la misma forma que los hombres pasaron descuidadamente, durante muchos años, frente a objetos de gran utilidad (valor) por serles desconocida la aptitud de los mismos para satisfacer necesidades, igualmente dejaron de valorar otros bienes por estar a disposición de cualquier individuo en gran abundancia.

Valor, utilidad y escasez son conceptos que se complementan de forma que el primero es función de los otros dos.

Valor y Mercado.-

Para cerrar esta breve referencia a la terminología, que de modo general ha sido usada, por los diferentes autores a lo largo de la historia del pensamiento económico, diremos que las magnitudes del valor económico son objetivas y subjetivas, y que deben de determinarse en fun-

(1) Von Sttudenhorst, Otto, Economía Política., Ateneo, Buenos Aires. 1956, 58 ss.

ción de los costes, de la utilidad y de la oferta y demanda de los mismo. Encontrando todos estos componentes su expresión más clara, sintética y general en el Mercado.

VALOR EN LA ECONOMIA DE LA EMPRESA

Vistos los anteriores conceptos, que como es sabido no son, sino en todo al menos en parte, aplicables al fenómeno empresarial por la necesidad de una conceptualización más concreta, y de caracter eminentemente operativo, vamos a pasar a enumerar, definir y aclarar los conceptos que sobre el valor y la valoración se han vertido en la literatura sobre Economía de la empresa.

Antes de comenzar con los conceptos en sí, es preciso explicitar que es lo que se entiende por medir, métricas, valor y valoración en el campo de la Economía de la empresa.

MEDIR supone aplicar reglas para relacionar números con objetos y esto con el fin de ordenarlos, supone -según el diccionario de la Academia- "la determinación de una cantidad por comparación con la unidad", supone en definitiva la comparación de una cosa con otra; vemos pues que las notas que caracterizan a la medición son la comparación y la aplicación de unas determinadas reglas que determinan la forma en que se produce la estimación comparativa. Medir supone describir de forma cuantitativa y esto añade una nota más al concepto de medición pues incluye la calsificación dentro de aquélla.

La medición es en definitiva un medio y no un fin

en sí mismo, y medir en economía consiste según la American Accounttting Association en la cuantificación de fenómenos económicos pasados, presentes y futuros de una entidad bajo las bases de observación preestablecidas.

Como hemos dicho medir supone aplicar ciertas reglas para establecer comparaciones y estas reglas se concretan en una serie de METRICAS o escalas de medida. Cualquier proceso de medición de una propiedad referida a un objeto, situación, etc... supone un sistema formal y lógico, (por ejemplo, el de los números reales) y un sistema empírico (por ejemplo, el conjunto de particularidades posibles de la propiedad a medir).

Lo más importante en la elección de un determinado sistema de medición radica en que debe existir una correspondencia entre alguna de las características del sistema formal (normalmente numérico) empleado y alguna de las características o relación entre las características de la propiedad a medir. Pues bien, el conjunto de características del sistema numérico formal que se utilice da lugar a un determinado sistema de medición al cual llamamos escala de medida o métrica. Así tenemos escalas de tipo ordinal (1^o , 2^o , ...), escalas de tipo cardinal, de intervalos, etc...

Sin que quepa la menor duda puede afirmarse que la característica más importante a medir en los bienes económicos está constituida por su valor, para cuya medición se utilizarán múltiples escalas y sistemas de medida apropiados a la medición de este controvertido fenómeno.

Valor y valoración.-

Supuesto que el valor es una relación sujeto/objeto, no es menos cierto el afirmar que el interés por esta relación puede ser tanto ideal, como de naturaleza material, pudiendo, en este sentido, hablarse de valores intrínsecos y de valores extrínsecos. Así, por ejemplo, en el campo artístico, nosotros atribuimos a los objetos valores intrínsecos, contrariamente, el valor económico, pertenece al campo de los valores extrínsecos, ya que lo asociamos a los objetos en tanto en cuanto que éstos sirven para cumplir una finalidad (consistente en la satisfacción de necesidades) que es extrínseca a los mismos (1).

A diferencia de la Economía Política, el problema del valor en la economía de la empresa se centra más en la doctrina de la valoración que en el concepto mismo de valor (2), y esto es debido a la necesidad imperiosa de objetivizar la medición en orden a conseguir la mayor operatividad posible de los datos obtenidos.

Por valoración se entiende "el proceso formal de asignar a los bienes unos precios monetarios".

Valorar no consiste sino en medir el valor, y dado que con referencia al campo económico no puede hablarse de "valor" en singular, sino que lo que existen son una pluralidad de valores, y esto en función de la finalidad de la

(1) Viel, Bredt... op. cit. 10,ss

(2) S. G. Echevarría,... Unidades Didácticas de Economía de la Empresa (UNED).

medición así como de otros componentes, es preciso como dice Smalembach que el economista de la empresa escoja aquél (y consecuentemente aquella valoración) que mejor se va cara a los objetivos perseguidos.

La valoración no es sino la asignación de números a objetos, de acuerdo con unas reglas (sujetas a discusión) y con el fin de expresar preferencias respecto de acciones particulares (1).

Diremos por último que para algunos autores, tales como Yuri Ijiry (2) entre otros, la valoración en economía no consiste más que en una operación rutinaria de asignación de precios, la cual no afecta al resultado de la valoración, a menos que el criterio de asignación utilizado no haya sido uniforme y constante.

En algunas ocasiones puede equipararse la idea de valoración con la de inversión; tal es el tratamiento que H. Peumans (3) da al proceso de valoración cuando ésta se hace con la finalidad de invertir (esto es desde el punto de vista del inversionista).

Criterios y Métodos.-

Frecuentemente se emplean los términos, Criterios de Valoración y métodos de valoración, confundiendo el significado de los mismos.

(1) R. Mattessich... op. cit. cap. 5

(2) Ijiry, Y. "Measurement in current accounting practices", T.A.R., 1.972.

(3) Peumans, H.... op. cit. 247, ss

Según el Diccionario Enciclopédico de Editorial Es pasa Calpe, S.A., Madrid, 1.957, tenemos que:

Criterio es la norma para conocer la verdad, juicio o discernimiento.

Por su parte Método es el modo de decir o hacer con orden una cosa. Es el camino lógico que se sigue en las Cien cias para hallar la verdad y enseñarla.

Son pues, dos conceptos diferentes que, trasladados al tema que nos ocupa, bien pudieran expresarse en la siguiente forma:

Los Criterios de Valoración, también llamados conceptos de valoración, no son sino juicios o normas de los que partimos para valorar en economía. Los criterios de va loración suponen la adopción de un juicio de valor (y como tal de un juicio subjetivo) acerca de las preferencias del sujeto que valora. Los criterios de valoración por último suponen una mayor o menor ponderación de las diferentes fa cetras que reflejan el valor de los bienes o aspectos del mismo (si es que puede hablarse de un valor en abstracto). La adopción de un determinado criterio de valoración da lu gar a un sistema y a una estructura de valores concreta (1).

Los métodos de valoración por su parte deben iden tificarse con el modo concreto de proceder en la valoración.

Cada método de valoración está basado en uno o más criterios de valoración.

Por último es preciso diferenciar lo que se denominan criterios y métodos de valoración de los llamados procedimientos de valoración.

Por procedimiento se entiende la acción concreta de determinación de un valor, se trata de un término ambiguo, de carácter general y de contenido exclusivamente operativo. En este sentido se dice que la "tasación" es un procedimiento y no un criterio ni un método de valorar que supone (en definición de Kohler) (1) la determinación del costo o valor por procedimientos sistemáticos que incluyen el examen físico, la asignación de precios y a menudo otras estimaciones de carácter técnico.

Otro importante autor como es James C. Bonbright (2) en su obra "valoración de propiedades" hace hincapié en las diferencias más arriba indicadas, destacando como lo que él denomina "Teoría de la Tasación" que consiste en un tratamiento de carácter sistemático que incluye la definición de un "valor" aceptable para los fines perseguidos y la determinación de la forma de estimar la cuantía de ese valor.

(1) Kohler, Eric. "A dictionary for accountants". Englewood Cliffs, N.J.; Prentice-Hall, Inc., 1.963.

(2) Bonbright, J., Valoración de propiedades.

Podría decirse que el procedimiento de valoración es la aplicación práctica de criterios y métodos de valoración en la forma desarrollada por expertos en el tema y con una finalidad concreta.

Valores individuales y valores globales en la Economía de la Empresa.-

Suele distinguirse en la economía de la empresa entre valores individuales o singulares y valores de tipo global.

Mientras que los primeros se refieren a un bien en particular, los segundos son expresión del valor de un conjunto patrimonial, más o menos complejo, y homogéneo como es la empresa.

Los primeros son reflejo de un determinado criterio valorativo y de un método de evaluación. Por el contrario, los segundos pueden sintetizar varios criterios y métodos valorativos ponderando cada uno de éstos en mayor o menor proporción.

Entre los primeros puede hablarse de los denominados:

- Valor de compra
- Valor de adquisición (que incluye el valor de compra más los gastos que es necesario hacer hasta la utilización del bien).
- Valor de coste
- Valor de venta
- Otros valores

Por el contrario los segundos se refieren a un conjunto, el cual es susceptible de muy diversas consideraciones. Por otra parte el fenómeno empresa no supone una mera suma de los elementos patrimoniales que lo componen, sino que al conjutarse y organizarse los citados elementos patrimoniales en orden a la consecución de unos determinados fines, dan lugar a un ente con características propias y diferenciables (y por tanto medibles o valorables). Se trata de un ente que se diferencia de los elementos que lo componen en cuanto que adquiere significado propio en función de su finalidad, de su estructura organizativa y armónica y de su proyección dinámica.

En este sentido se habla de valores globales tales como (1):

- Valor sustancial
- Valor global
- Valor de liquidación
- Valor en rendimiento
- Otros valores

El Valor como proceso.-

Dado que la empresa como conjunto de factores organizados tiene como fin el conseguir una determinada cantidad de bienes o servicios, y esto no consiste sino en la transformación de otros bienes de orden inferior, para que sirvan en orden a la satisfacción de mayor número de necesidades.

(1) Estos conceptos se definen y explican en apartados anteriores.

sidades o de necesidades consideradas como más importantes, puede definirse el proceso productivo, como un proceso de creación de valor económico (en este caso de valor añadido).

Es por esto frecuente el encontrarse en la economía de la empresa con la idea dinámica del valor, contemplando el mismo como un flujo y no estáticamente a la manera de cómo lo hace la contabilidad tradicional.

En esta línea puede hablarse de dos procesos del valor en la empresa (1), a saber:

El primero es el de formación del valor en el que cronológica y sucesivamente (por acrecentamiento) se va formando el valor a través de las diferentes fases de la actividad empresarial (aprovisionamiento-transformación-venta).

Pero la actividad de la empresa no finaliza con la venta del producto, ya que dicha actividad es de carácter cíclico (Dinero-mercancías-dinero) y el montante monetario recibido como contraprestación al valor de los bienes vendidos pasa, en gran parte, (2) de nuevo al proceso de producción, sirviendo para financiar las compras, retribuir al personal, etc.... Pues bien a este segundo proceso (Venta-Aprovisionamiento-transformación) se le denomina proceso de distribución del valor.

(1) S.G. Echevarría, Unidades Didácticas, op. cit.

(2) Excepto los beneficios distribuidos y los impuestos gagados.

Valores monetarios y valores no monetarios.-

No siempre se habla de valor en la economía de la empresa como un concepto a expresar en unidades monetarias, como una expresión de tipo pagatorio, de Pagos y de Cobros.

Los valores pagatorios o monetarios se refieren a valoraciones de caracter formal, en moneda de curso legal, del proceso real, material o proceso productivo. Estos valores implican un movimiento de dinero en ambos sentidos.

Cabe distinguir entre valores monetarios o pagatorios reales (como por ejemplo, el precio de coste) y valores monetarios ficticios, esto en el caso de que sean estimados (como por ejemplo los precios de cesión).

Los valores no monetarios son todos aquellos que no se derivan de mediciones en dinero, de mediciones derivadas de pagos y cobros, sino que son valores que se asignan y determinan en la empresa por otros procedimientos (1). De entre los valores no monetarios hay que reseñar cuatro categorías que son las más usadas en la práctica y son:

- Valores medios (valores obtenidos mediante promedios).
- Valores fijos (valores prefijados para un determinado período).

(1) Ver S.G. Echevarría, Unidades Didácticas de E.E., op. cit.

- Valores marginales (estimados por diferenciación de determinadas funciones).
- Valores calculatorios (estimados por distintos procedimientos y a efectos de cálculo).

Valores de cambio de salida y valores de cambio de entrada.-

Para algunos teóricos de la disciplina procedentes del campo de la contabilidad, tales como el profesor Eldon S. Hendriksen (de la Washington State University), es preciso establecer una clara distinción entre valores de cambio de entrada y valores de cambio de salida, por entender que la empresa opera en dos mercados diferentes, pudiendo, por tanto, existir valores de cambio diferentes.

Los valores de entrada reflejan, en gran medida, lo que se sacrifica o entrega a cambio de los activos que la empresa precisa para llevar a cabo su actividad.

Los valores de salida reflejan el montante monetario que se estima que recibirá la empresa en un futuro, y esto basándose en el precio del producto y en la producción (idéntica manera se procede con las cuentas a cobrar).

En similares términos se expresa Canning (1) cuando habla de valores directos y valores indirectos.

Los principales valores de cambio de salida son:

- El valor actual de los rendimientos futuros.

(1) Canning, John B., "The Economics Accountancy" Ronald Press, N. York, 1.929.

- Los precios de mercado de las mercancías.
- El Current Cash Equivalent (definido por Chambers como el importe monetario global que pudiera obtenerse por la venta de cada activo en condiciones de liquidación ordenada (1)).
- Valor de liquidación.
- Otros valores.

Dentro de los valores de cambio de entrada cabe hablar de:

- Coste histórico.
- Coste de reposición.
- Costes futuros descontados.
- Costes estándares.
- Costes directos.
- Otros valores.

El valor como concepto de acrecentamiento y como concepto de apareamiento.-

Según el pensamiento de los científicos de la economía de la empresa, a partir de los años treinta, el objeto más importante dentro del campo de los problemas valorativos en la empresa ha sido la medición de la utilidad.

La utilidad desde el punto de vista contable (en cuanto que ésta, la contabilidad, es el reflejo de la situación patrimonial de la empresa) supone dos conceptos básicos, como son la conservación sustancial del capital de la

(1) Chambers, R.J.: "Measurement in Accounting". Journal of accounting Research, Vol. III. 1.965. 92 ss.

empresa y el equilibrio financiero de la misma, que supone que las entradas o ingresos de la firma cubran por lo menos las salidas o gastos, mostrándonos la diferencia entre ambas magnitudes la utilidad obtenida en el período de referencia.

Pues bien, a la idea de mantenimiento del capital está ligada la idea de acrecentamiento como proceso de medición del valor; siendo el valor generado en el intervalo de tiempo en el que se realice la medición, la diferencia entre un estado inicial y un estado final.

El concepto de apareamiento supone medir la utilidad relacionando ingresos con gastos, relacionando las entradas monetarias procedentes de cada venta con las salidas monetarias que se producen hasta elaborar el producto a vender, así como en su comercialización (compras, gastos generales prorrateados, gastos de ventas, etc...).

Estas ideas vendrían aritméticamente representadas por las siguientes expresiones:

Valor como proceso de acrecentamiento $A_2 - A_1 = A$

Valor como proceso de apareamiento $I - G = B^o$ o $Rtdo.$

Valor objetivo y valor subjetivo en la economía de la empresa.-

Si bien ya definimos lo que se entendía por valor objetivo y por valor subjetivo en la Teoría Económica, en este apartado dedicado a la Economía de la Empresa no que-

da más remedio que volvernos a referir a esta dicotomía de conceptos.

Resulta paradójico el comprobar como la Economía de la empresa, que sirvió para desviar el problema del valor hacia el de la valoración, por entender que era primordial la consideración de los objetivos perseguidos por el sujeto que valora, así como el contexto que rodea la valoración, busque por otro lado de forma insistente la objetivización de sus mediciones.

Defienden algunos autores la tesis de que por no ser la unidad económica un ente básicamente consumidor sino todo lo contrario, las mediciones subjetivas no tienen relevancia ni pertinencia alguna en el campo de la economía de la Empresa.

Dícese también que la empresa opera básicamente con valores de cambio (por ejemplo, al comprar) que transforma y que vende a unos nuevos valores de cambio (valor de salida o venta) por lo que en el campo de la Economía de la empresa predominan los valores de cambio objetivos.

Diremos, sin embargo, que lo que aquí se entiende por valores objetivos no goza de todos los atributos del término "objetivo" ya que su relativa validez general se basa única y exclusivamente en que el juicio valorativo particular del sujeto que expresa sus preferencias ha sido sustituido por el juicio más general de un conjunto de individuos (oferentes y demandantes) en un momento y en unas circunstancias determinadas; al cual llamamos valor de mercado.

Conviene también señalar que en el campo de la Economía de la empresa se emplean de igual forma, valores de tipo subjetivo, sobre todo con relación a bienes inmateriales y en especial con bienes, cuyo valor se subordina al del conjunto de la empresa (1).

Conceptos y términos de valor más utilizados en la literatura sobre Economía de la Empresa.-

Vamos a referirnos en este apartado a los vocablos más usuales en torno al concepto de valor en la empresa, ya sea considerando a éste de forma individual y referido a bienes particulares, o de manera más global y con referencia a la empresa como conjunto.

No se trata de agotar el tema, ya que la proliferación de términos es sumamente cuantiosa, sino de aclarar ideas en torno a los conceptos más utilizados por los autores de mayor relevancia en el campo de la Economía de la empresa y disciplinas afines.

Valor de compra.-

Es el concepto más comúnmente utilizado por la contabilidad y supone la adopción del criterio del precio de coste histórico.

Durante mucho tiempo se ha supuesto incluso que el

(1) Pudiera afirmarse que cualquier valoración de la empresa como conjunto organizado y en funcionamiento, implica un cierto grado de subjetividad.

precio de coste es sinónimo de valor o de valoración en la Economía de la empresa y en este sentido se ha expresado repetidas veces el comité sobre terminología de la A.I.C. P.A. (American Institute of Certified Public Accounting) y en el mismo sentido cabe citar las declaraciones de los años 1.936, 1.941, 1.948, 1.957, etc... de la Asociación Americana de contabilidad.

Por coste se entiende el precio de cambio de los bienes en el momento en que se adquieren. Coste es sinónimo de sacrificio en términos monetarios.

En el caso de que el pago no se haga en unidades monetarias es preciso acudir al valor o precio de mercado, en el momento concreto, para así -y por analogía- valorar el bien en cuestión.

Este principio del precio de coste como forma de valorar está también recogido en nuestro plan general de contabilidad, que establece en su primer principio de valoración que todos los bienes, sean de activo fijo o circulante, figurarán en el balance por su precio de adquisición, salvo auténtica reducción efectiva de su valor, en cuyo caso se adoptará el que resulte de dicha disminución.

El principal factor en defensa de este criterio de valoración radica en su fácil verificabilidad.

Valor de Reposición.-

La Teoría económica nos ha aportado la idea de que

el valor de un bien, nunca puede ser superior a su valor de reposición.

Lo anteriormente expresado es claro, ya que como afirma H. Peumans (1) el hombre nunca estima el valor económico de un objeto perdido más allá de su valor precio de reposición.

Entiende por valor de reposición, el valor de reposición económica, el coste de adquisición de un nuevo elemento que nos proporcionase igual flujo de prestaciones o servicios que el anterior.

Cabe hablar de valor de reposición de un bien aislado y de valor de reposición de una empresa, entendiéndose, en este segundo caso, que se trata del importe monetario que sería necesario desembolsar, para adquirir una empresa con la misma capacidad de producción de bienes o servicios.

No es correcto en su totalidad el equiparar valor de reposición con precios actuales, ya que éstos pueden estar influidos por factores coyunturales o especulativos propios del momento y del bien concreto.

Hay que añadir que no siempre es posible encontrar un nuevo bien en el mercado, que sustituya exactamente al existente; sobre todo en sectores de tecnología muy dinámica.

(1) Peumans, H. Valoración de proyectos de inversión, op. cit. 252

Algunos autores franceses como C. Jacotey (1) hablan de un valor en gran medida similar al de constitución o reposición al que denominan "valcur a neuf" y que lo definen como el valor de una fábrica para el caso de que ésta desapareciera, por ejemplo en un incendio o en el caso de que se trate de una obra de construcción tan reciente que el coste de creación o construcción de la misma pesara fuertemente sobre el valor del bien.

Valor de utilización.-

A. Barnaby y G. Calba en su obra "Combien vaut votre entreprise" esbozan un concepto frecuentemente usado, como es el de valor de utilización, que si bien presenta similitudes con el valor de reposición, no es en modo alguno similar a aquél (2).

Se denomina valor de utilización a aquel precio que sería necesario desembolsar en teoría, para adquirir en la época actual un bien, susceptible de los mismos usos, en las mismas condiciones de utilización, teniendo una vida útil estimada similar y dando las mismas prestaciones en la utilización a la que se destina.

Es un concepto que se suele aplicar a conjunto de elementos (valor global) y que usualmente se calcula en ba

(1) Jacotey, C. Valoración de Empresas (Principios y técnicas). Ed. Delmas, París, 1.972. B6

(2) Barnaby et Calba. Combien vaut votre entreprise. Entre prise moderne d'edition. París, 1.973, 3ª ed. 152

se al llamado "valeur a neuf" adecuadamente corregido en función de la edad, obsolescencia tecnológica del equipo, adecuación a la finalidad deseada, etc...

Valor matemático, contable o valor intrínseco.-

Este es un concepto en gran medida relacionado con el balance, por lo que en alguna medida supone la utilización del precio de coste histórico, si bien es cierto, estableciéndose casi siempre correcciones al mismo.

Se le denomina también "book value" o valor en libros y viene determinado por la diferencia aritmética existente entre el activo real y el pasivo exigible o si se prefiere por el saldo procedente de restar a los recursos propios el activo ficticio.

También se le ha llamado valor "intrínseco", pero este término se presta a confusiones, pues también se utiliza, como ya se vió anteriormente, en otro sentido y con relación al interés material o ideal que por el bien en cuestión se tenga.

Desde el punto de vista bursátil se habla del valor matemático de las acciones, que no es otro que el resultado de dividir el valor matemático o contable total por el número de acciones.

Valor económico.-

H. Peumans en su obra "valoración de proyectos de

inversión" (1) define con este ambiguo nombre, que tanto se presta a múltiples interpretaciones, al resultado de los cálculos comparativos entre los gastos medios anuales de un equipo dado y los de un equipo de referencia que origine prestaciones idénticas.

Valor de Liquidación.-

Es esta una forma adulterada -en opinión de Christian Jacotey (2)- del llamado valor en venta o valor "venal".

Consiste en una valoración analítica de los elementos patrimoniales motivada por la necesidad de venta rápida, y esto debido a los más variados motivos tales como la quiebra de la empresa, la necesidad de efectivo u otras circunstancias cualesquiera.

Se dice que es una forma adulterada del valor en venta, ya que no se cumplen las condiciones necesarias para que se dé el mismo, y esto por las razones aducidas en el párrafo anterior o por la no existencia de un mercado para el producto ofrecido (mercado cerrado).

Hay que distinguir entre un valor liquidativo y un valor de liquidación. Mientras que el primero consiste en el cálculo estimativo de lo que razonablemente se espera

(1) H. Peumans, Valoración de Proyectos de inversión, op., cit. 252

(2) C. Jacotey, Evaluation des entreprises, op., cit. 87

obtener (teniendo en cuenta las circunstancias y el contexto de la valoración) por la venta; el segundo, por el contrario, vendría dado por lo que realmente se obtiene.

El Current Cash Equivalent.-

Los autores americanos hablan del Current Cash Equivalent que puede entenderse (y así es concebido) como un concepto intermedio entre el valor en venta y el valor de liquidación.

El current cash equivalent estaría constituido por el importe global que pudiera obtenerse por la venta de "todos" los activos, en el caso de una liquidación "ordenada".

... Nótese que el anterior concepto implica la utilización de precios de mercado (por tratarse de una venta ordenada), pero por otro lado es preciso tener en cuenta el que se trata de una venta globalizada, lo cual debe introducir, en la mayoría de los casos, correcciones al valor en venta individualizada de cada elemento del activo.

Valor de seguro.-

Es éste un concepto aplicado por las compañías de seguros, el cual supone partir de un valor asignado a un bien (por ejemplo, un vehículo) y que puede coincidir con el valor de compra o con un "valeur a neuf", para ir posteriormente disminuyéndolo por la aplicación cronológica de coeficientes debidos a la obsolescencia del bien en cuestión.

De esta forma en el caso de un siniestro, la compañía de seguros, pagará al asegurado el equivalente monetario al valor de seguro que en ese momento tenga el bien y que estará determinado por la aplicación de los coeficientes citados al valor inicial del seguro.

Valor Bursátil.-

Por valor bursátil se entiende el valor en bolsa de una empresa, el cual vendrá obviamente expresado por lo que se denomina capitalización bursátil y que consiste en multiplicar el precio de cotización por el número de acciones de la empresa.

Las empresas que cotizan en bolsa, tienen la posibilidad de medir su valor a través de una de las facetas en las que éste se refleja, es decir, a través del precio de cotización, que en principio equivale a lo que los inversores estiman la posesión de acciones de la firma; se trata del "juicio" del mercado sobre el valor de la empresa.

El valor bursátil cobra interés en numerosas cuestiones a la hora de plantearse la compra o la venta de un paquete de acciones de una empresa, debido a que bien pudiera expresar el valor mínimo o precio límite de la negociación ya que nadie vendería en principio por debajo del precio de mercado.

Como es lógico, la cotización a tener en cuenta a la hora de valorar una empresa no puede ser la de un sólo día sino algún tipo de promedio.

De todos modos hay que notar que el valor bursátil tendrá mayor o menor validez, como precio de referencia en una negociación, en la medida en que el mercado bursátil funcione con mayor o menor perfección y eficiencia, lo cual indicará si las cotizaciones reflejan o no una realidad empresarial.

El valor Sustancial.-

El concepto de valor sustancial constituye sin ningún lugar a dudas uno de los más discutidos y contradictorios reflejos del fenómeno del valor en la empresa.

El principal problema cara a su definición radica en que los diferentes autores expresan con este nombre conceptos de contenido diferente y existen gran cantidad de términos que se utilizan como sinónimos de valor sustancial y cuyo contenido es básicamente distinto.

Es bastante frecuente encontrar el concepto de valor sustancial unido al de valor real. En este sentido se expresan Barnaby y Calba (1) entre otros, cuando afirman que el valor sustancial de la empresa está constituido por el valor real de la misma, y esto como algo distinto de su patrimonio.

El valor sustancial es, en este orden de ideas, un concepto semejante al de activo real, al cual se le han res

(1) Barnaby et Calba. op. cit. 21, 179

tado aquellos valores que no tengan relación directa con la actividad de la empresa.

El valor sustancial es un concepto analítico de valor, que se obtiene por medio de la suma de los valores sustanciales de cada uno de los bienes que constituyen el activo de la empresa, a los cuales tras ser inventariados y clasificados a este fin, debe de asignarseles un determinado valor.

Como muy bien dicen Viel, Bredt y Renard en su magistral obra (1) sobre valoración de empresas, el término valor real es insuficiente para reflejar lo que se entiende por valor sustancial, ya que una empresa está compuesta, no sólo de bienes, sino también de derecho y, como es sabido, el término valor real se refiere a objetos concretos y no a derechos.

También se identifica valor sustancial con valor de reconstrucción, valor de reposición, valor de sustitución, valor de continuación y valor de liquidación, pero hay que hacer notar que todos estos términos no se refieren, en sí, al objeto a evaluar, sino a la finalidad perseguida por el sujeto que valora.

Es interesante hacer notar que cuando se está valorando, no se busca el coste de una instalación idéntica, sino el coste de una instalación que proporcione idéntico

(1) Viel, Bredt y Renard, op. cit. 35

flujo de bienes o servicios, que tenga la misma capacidad de producción. Esto nos hace tomar en consideración el que términos como reconstrucción o reproducción no son aplicables a todos los componentes de la empresa, que obviamente no siempre son reconstruibles o reproducibles en el sentido estricto de la expresión, sino que para sustituirlos hay que readquirir otros semejantes.

Por lo tanto, no queda más remedio que identificar valor sustancial con valor presente de reposición y en esta línea se expresan autores como Harry Peumans al identificar valor sustancial con valor de reposición (1).

Resumiendo, puede decirse que el valor sustancial corresponde al llamado "valor de continuación" estimado en base al valor de reposición actual, tanto de los bienes como de los derechos que constituyen el patrimonio de la empresa.

Es importante notar cómo los autores discrepan a la hora de descontar del activo real el importe de las deudas, o pasivo exigible, a la hora de determinar el valor sustancial de la empresa.

Para unos el valor sustancial es independiente de la forma en que esté financiada la empresa, y esto por entender que el que los fondos sean propios o ajenos no afecta a la existencial real del patrimonio.

(1) Peumans, H...., op. cit. 252

Por el contrario, otros autores afirman la necesidad de separar el importe de las deudas del montante del valor sustancial, o cuando menos distinguen entre un valor sustancial neto y otro bruto, según se descuente o no las deudas de la empresa.

El valor sustancial es un concepto de valor global de la empresa que no puede considerarse aislado de lo que denominamos valor en rendimiento de la misma, ya que ambos forman parte de un todo.

Mientras que el valor sustancial se basa en valores de entrada, cargas, costes o valores pasados; el valor en rendimiento se basa en valores de salida estimados, productos, beneficios o valores futuros.

Valor en rendimiento.-

Por valor en rendimiento o valor capitalizado se entiende el valor actual de todos los rendimientos futuros esperados de la empresa.

Se trata de un valor potencial, de un valor futuro actualizado. Es un valor sintético (a diferencia del valor sustancial que dijimos era como analítico) que trata de recoger la potencialidad de la empresa, su capacidad para generar beneficios y en definitiva su valor como conjunto de bienes y derechos organizados con el fin de conseguir un rendimiento.

El valor en rendimiento de una empresa viene expre

sado en función de los beneficios y estimado para años futuros, en la medida de la duración que se estime vaya a tener este flujo de beneficios y en base a un determinado tipo de interés o descuento, tal como se expresa en la fórmula siguiente:

$$VR = f(B, i, n) \quad (1)$$

o dicho de otro modo:

$$VR = B_1/(1+i) + B_2/(1+i)^2 + \dots + B_n/(1+i)^n$$

y si hacemos $B_1 = B_2 = \dots = B_n$

tenemos que : $VR = B \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$

y si se considera que $n \rightarrow \infty$ la expresión que definirá el valor en rendimiento será la siguiente:

$$VR = B/i$$

El Goodwill.-

El llamado Goodwill, Fondo de Comercio o Geschäftwert, es un concepto que adquiere especial importancia a la hora de valorar empresas.

En las empresas rentables, el beneficio obtenido es superior al considerado como normal o medio, por lo que su valor en rendimiento superará a su valor sustancial.

-
- (1) B_i = Beneficio del período i
 VR = Valor en rendimiento
 i = Tipo de interés calculatorio
 n = número de años

Pues bien, a esta diferencia es a la que denominamos como fondo de comercio o goodwill.

Los autores más importantes dentro del campo empresarial acostumbran a distinguir entre dos componentes diferentes del llamado Goodwill.

El primero de ellos estaría constituido por aquel activo inmaterial, propiedad de la empresa, como por ejemplo una patente o marca o una determinada licencia de fabricación, de las que se espera que en un futuro se transformen en beneficios.

El segundo componente vendría determinado por la capacidad de los directivos de la empresa, el valor de la organización y el valor del potencial humano de la firma, así como por la posición de ésta con relación al entorno económico-social que la rodea y configura.

Podemos decir con Smalembach que el fondo de comercio o Goodwill se compone de bienes inmateriales y del exceso de valor capitalizado de la firma.

El Goodwill puede calcularse bien por diferencia entre el valor en rendimiento y el valor sustancial de la empresa o bien calculando el rendimiento "normal" atribuible al capital invertido, para restarlo del rendimiento obtenido y capitalizar la diferencia, siendo la magnitud resultante el llamado Fondo de Comercio; así se habla de métodos directos e indirectos de cálculo del Goodwill o fondo de comercio.

MEDICION DEL GOODWILL	Directa	$FC = (r-i)VS/i$	(1)
	Indirecta	$FC = VR - VS$	

Métodos de valoración de empresas.-

Digamos solamente que todos los métodos de evaluación de empresas consisten en el cálculo, más o menos sofisticado, de un valor global que sintetice el valor sustancial y el valor en rendimiento de la empresa. En todos ellos estarán presentes los conceptos de valor sustancial y de fondo de comercio.

Se suelen dividir en métodos directos e indirectos, en función de la forma en cómo se calcula el importe de Goodwill.

También se habla de métodos brutos y netos, según se calcule el valor sustancial en base al activo real bruto o neto, esto es, se le reste o no el importe de las deudas de la empresa (2).

Cerremos este capítulo con la referencia al estudio del profesor Jakob "Métodos para la determinación del valor total de una empresa" en la Zeitschrift für Betriebswirtschaft de marzo de 1.960 en el que se demuestra la profunda semejanza entre todos los métodos, con la sola diferencia entre ellos de un parámetro a estimar.

(1) FC = Fondo de Comercio. VS = Valor Sustancial.
 VR = Valor en Rendimiento. r = Tasa de rendimiento o interés realmente obtenida.
 i = Tasa o tipo de interés calculatorio o rendimiento normal.

(2) Ver Viel, Bredt y Renard, op. cit....

LOS MODELOS DE VALORACION Y SU COMPARACION
(Análisis de la aportación de R. Mattessich)

LA COMPARACION DE LOS MODELOS DE VALORACION

Introducción.-

Tanto los desarrollos de la Teoría de la decisión, como los de la Economía de la Empresa y de la Contabilidad nos llevan entre otras a las siguientes conclusiones:

1º. Existen diferentes modelos para la evaluación en la empresa.

2º. Existen diferentes objetivos en las valoraciones en la empresa.

3º. Para cada objetivo o finalidad en las valoraciones concretas, no cabe duda que existe un modelo de valoración que resulta más pertinente que los demás en el caso concreto. O quizás una combinación de los modelos o métodos existentes.

Richard Mattessich en su obra "Contabilidad y Métodos analíticos" (1) ha analizado en profundidad este aspecto del panorama valorativo, mostrándonos como los métodos o modelos de valoración más usuales en la práctica, tienen una serie de características, que los hacen perfectamente comparables. Veamos a continuación cuáles son estas características que permiten analizar los modelos de valoración (2).

(1) Mattessich, R. Op. cit. Cap. VI.

(2) Este apartado de nuestro trabajo es sustancialmente un resumen de lo expuesto por R. Mattessich.

La nota básica del trabajo de Mattessich, la cual nosotros suscribimos plenamente, consiste en aceptar totalmente la idea de que cada sistema de medida del valor lleva implícitamente aparejado un juicio de valor previo, acerca de qué tipo de atributos deben medirse para buscar el valor. Y la adopción de un determinado sistema implica la aceptación del consiguiente juicio de valor.

Este juicio de valor, implícito en cada sistema de medida, lleva aparejada la aceptación de una serie de ideas, sobre lo que se entiende por valor y la forma de medirlo.

Implica este trabajo, una sustancial aportación en cuanto al conocimiento de los sistemas de medida del valor económico. Ya que supone al menos las siguientes aportaciones:

- 1.- Se concibe el valor como el fruto del resultado de una determinada medición.
- 2.- Toda medición implica la adopción de un sistema de medida.
- 3.- Todo sistema de medida, parte de un determinado juicio de valor que es implícitamente adoptado por el sujeto que utiliza dicho sistema.
- 4.- Existen una serie de características con arreglo a las cuales pueden clasificarse los distintos modelos o sistemas de valoración.
- 5.- Esto supone que con cada modelo de valoración, llegaremos a resultados diferentes.

Todo esto al margen de presentarnos un esquema formal de lo que es un modelo de valoración, sus elementos y sus posibilidades.

Características estructurales.-

Las características a examinar de todo sistema o modelo de valoración, son al menos las seis siguientes:

1.- Juicio de valor del que se parte: Cada sistema de medición del valor, supone un juicio de valor sobre que es aquéllo que debe medirse y cómo se mide. Así, por ejemplo, el entender que el valor y el juicio se identifican, supone un juicio de valor.

2.- Objeto de comparación: Como ya establecimos en su momento, todo valor supone una relación sujeto-objeto, que debe medirse mediante, algún tipo de escala racional. Pues bien, para medir el valor de un objeto, se precisa al menos de la existencia de dos objetos o sucesos: el objeto a evaluar y la escala de medida. En el campo económico la escala más utilizada suele ser el efectivo (unidades monetarias) pero esto no implica la posibilidad de empleo de otro tipo de escalas (numéricas o no).

3.- La operación de valoración: Se entiende por operación de valoración el conjunto de operaciones matemáticas relevantes en orden a la deducción del valor. Así, por ejemplo, el descuento, la diferenciación, etc...

4.- Estructura temporal: Todo sistema o modelo

de valoración se encuentra inmerso en el tiempo. Es por es to por lo que se hace preciso aclarar la relación existen- te entre el momento de la valoración y la fecha a la cual viene referido el valor.

5.- La situación básica: La situación básica de la que parte todo modelo de valoración consiste en el contexto dentro del cual se realiza la valoración, y está compuesta por todas aquellas variables (o funciones) exógenas, que las partes implicadas en la generación y utilización de la medida a obtener, aceptan como base para el cálculo. Como es fácil observar, esto supone un nuevo juicio de va- lor, sobre lo que debe incluirse o no en la determinación de la medida y confiere a todo sistema de medición un carac ter subjetivo, que hace que sea aceptado como operativo, en la medida que exista un mayor o menor grado de consenso res pecto a su validez.

Hay que señalar que frecuentemente estos datos que introducimos en el modelo de valoración son también va lores, por lo que deben diferenciarse del valor obtenido. Una cosa es la relevancia de un modelo de valoración y otra muy diferente la de los datos que en él se introducen. Así por ejemplo, el valor actual de un bien puede ser una medi da relevante y operativa, pero totalmente invalidada cuando los datos sobre ingresos y gastos futuros a actualizar no se calcularan correctamente.

6.- El resultado de la valoración: Todo modelo de valoración obtendrá un resultado (o variable endógena) final tras la medición de los hechos a medir. Este valor

será diferente en función del sistema y del contexto que se haya observado así como de la mayor o menor relevancia del modelo.

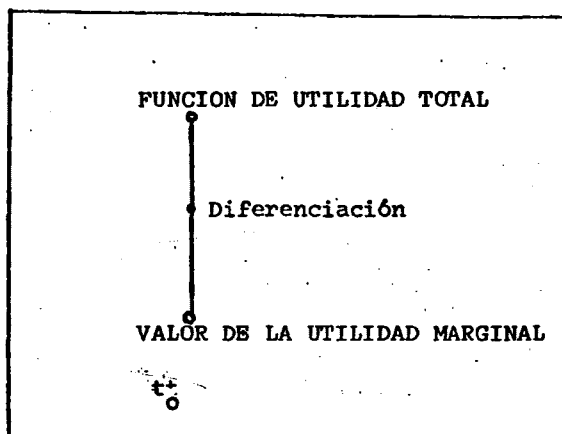
Algunos modelos de valoración y su estructura.-

Examinaremos a continuación algunos de los modelos de valoración más empleados en la práctica con el fin de mostrar la aplicación de las ideas anteriores a los sistemas de medición en vigor.

Modelo marginalista.-

Sabido es cómo la Teoría marginalista identifica el valor de un bien con la utilidad que éste proporciona. Más concretamente con la utilidad que nos proporciona la última unidad conseguida de dicho bien. Las afirmaciones anteriores suponen un juicio de valor al identificar valor con utilidad.

La situación básica aceptada (contexto) es que existe una función total de la utilidad de cada bien, que debe ser diferenciada (operación de valoración) en un momento dado del consumo de dicho bien (estructura temporal), con el fin de obtener un resultado, que es igual a la primera derivada. La escala de valoración será la utilidad o el efectivo caso de identificar valor con precio.



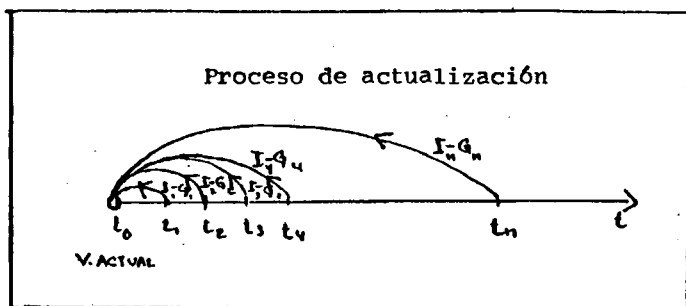
Modelo basado en la Teoría de la Inversión.-

Sabido es como tras los estudios de Irving Fisher (1.906) se adoptó en el campo económico (sobre todo en el área de la Economía de la Empresa) la idea de dependencia del futuro en los bienes, y su valoración en base al llamado valor actual o valor capital, que supone la actualización de los resultados futuros. Esta aportación supuso un gran avance y su empleo está hoy generalizado.

Se trata en este caso de calcular los gastos e ingresos previstos en el futuro con relación a un bien (situación básica) para proceder a su actualización (operación de valoración) en función de los momentos de tiempo en los cuales se espera que se produzcan (estructura temporal). La medición se hace en efectivo (escala) y el resultado es el llamado valor actual o valor capital.

Hay que añadir que en lugar de Ingresos y Gastos suelen emplearse los cash-flows netos esperados para cada

período de tiempo.



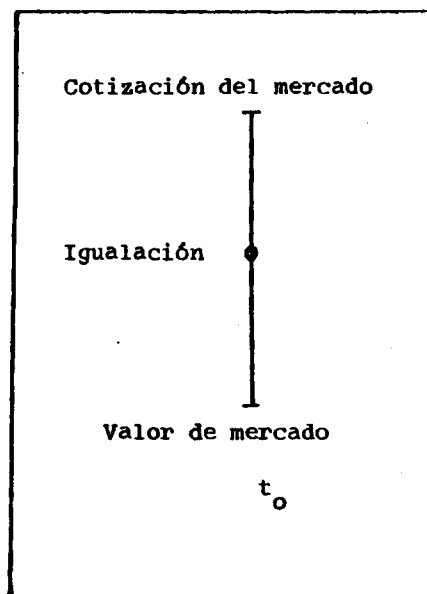
Modelo del valor corriente.-

Se basa en el estudio "informal" pero creíble y digno de crédito, de lo que se supone que el mercado pagaría por un determinado activo.

Cabe hablar aquí de distintos valores (venta, reposición, liquidación, etc...) en función de quien sea el que valore (comprador o vendedor).

En todos estos casos se trata de aceptar los precios del mercado (situación básica) en un momento dado (estructura temporal) y equipararlos (operación de valoración) al valor del bien en cuestión (resultado).

Según el criterio que utilicemos este valor hallado será el valor de venta, de liquidación, de reposición, de compra, etc...

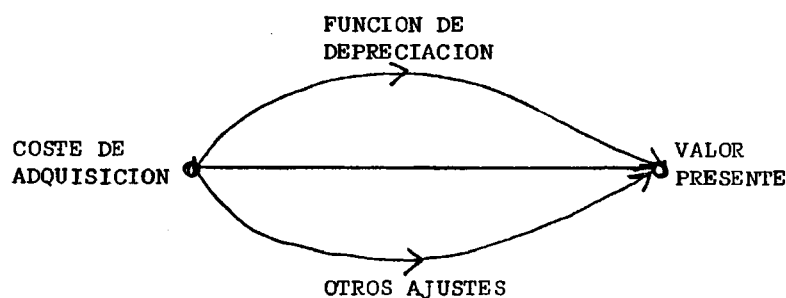


Modelo de valoración basado en los costes históricos (mediante su ajuste).--

Es sabido como la doctrina contable ha defendido (y sigue haciéndolo) el precio de compra como la estimación más relevante del valor de un determinado activo de la empresa. Esta defensa se ha basado más en la relevancia y grado de confianza de la medida, que en su acercamiento a la realidad; y esto unido al gran contenido de prudencia valorativa que encierra ha motivado en que su uso se recomiende por los principios generales de valoración usualmente aceptados.

Esta medición a través de precios de compra y basada en su objetividad y clara verificación consiste en suponer que para valorar un bien hay que basarse en su coste de adquisición (situación básica) y aplicarle una serie de

correctivos en función de la depreciación, etc... (operación de valoración) para determinar el valor que ese bien tiene en un momento de tiempo posterior (estructura temporal).



En este breve paseo por algunos de los métodos de valoración más usuales en la práctica, ha podido comprobarse, como todos ellos poseen una estructura común, consistente en la aceptación de un juicio de valor sobre lo que es el valor, y en consecuencia con esto todo un aparato valorativo, en el que partiendo de un contexto o situación básica que se acepta, se procede a la deducción del valor mediante algún tipo de operación matemática.

El valorador en cuestión elegirá el modelo que más le interese de acuerdo con sus objetivos o finalidades particulares.

El presente trabajo de R. Mattessich supone un valiosísimo documento cara a la discusión, comparación y análisis de los distintos modelos valorativos usados en la

práctica.

Cerraremos esta referencia a los modelos de valora
ción mediante una tabla resumen en la que vamos a reflejar
las estructuras y características de los modelos valorati-
vos que hemos expuesto.

MODELO	JUICIO DE VALOR IMPLI- CITO	ESCALA UTILIZADA	SITUACION BASICA DE PARTIDA	ESTRUCTURA TEMPORAL	OPERACION	VALOR OBTENI- DO
<u>MARGINALISTA</u>	ALOR=UTILI- DAD MARGI- NAL.	UTILIDAD	FUNCION DE UTILIDAD TO- TAL $x=f(a)$	t_0 MOMENTO DE LA VALORACION	DIFERENCIA- CION	DERIVADA PRI- MERA x'
<u>TEORIA DE LA INVERSION</u>	VALOR=VALOR ACTUAL	EFFECTIVO	INGRESOS Y GASTOS (O CASH-FLOWS) PREVISTOS	TANTOS ELEMEN- TOS DE TIEMPO COMO MOMENTOS EN LOS QUE SE PRODUZCAN EN- TRADAS O SALI- DAS DE EFECTI- VO.	DESCUENTO	VALOR ACTUAL
<u>VALOR CORRIEN- TE (MERCADO)</u>	VALOR=PRECIO EN EL MERCADO	EFFECTIVO	COTIZACION EN EL MERCA- DO.	t_0 MOMENTO DE LA VALORACION	IGUALACION	V.VENTA V.LIQUIDACION V.REPOSICION V.COMPRA (Según el va- lorador y su criterio).
<u>COSTES HISTO- RICOS AJUSTA- DOS</u>	VALOR=PRECIO DE COM- PRA AJU- TADO.	EFFECTIVO	COSTE DE AD- QUISICION	CONJUNTO QUE CONTIENE UN MOMENTO DE TIEMPO $(t-n)$ ANTERIOR AL MOMENTO DE LA VALORACION (t_0)	APLICACION DE FUNCIO- NES DE DE- PRECIACION	COSTE HISTORI- CO AJUSTADO.

278

LA VALORACION DE EMPRESAS

LA VALORACION DE EMPRESAS Y SUS FASES:

- 1.- DIAGNOSTICO.
- 2.- FASE DE ANALISIS: Tratamiento de la informa
ción.
- 3.- FASE SINTETICA: El beneficio.
- 4.- LA CAPACIDAD PARA GENERAR BENEFICIOS.
- 5.- OTRAS MAGNITUDES.
- 6.- FASE FINAL: El valor global.

LA VALORACION DE EMPRESAS Y SUS FASES

Vamos a abordar en este capítulo el estudio de los procesos a seguir hasta llegar a la determinación del valor global de la empresa.

Dada la complejidad del trabajo, tanto por la cantidad de elementos a evaluar, como por la heterogeneidad de los mismos, se hace preciso el proceder de forma sistemática y ordenada con el fin de obtener los resultados más objetivos y claros que sea posible.

La práctica aconseja que el mejor método es proceder a la evaluación del conjunto empresarial de una forma aproximativa, hasta llegar a la determinación de un valor final. Se trata de ir cubriendo una serie de etapas o fases, hasta llegar a la síntesis de todos los datos anteriormente elaborados, y obtener así un valor global.

El esquema de trabajo que a continuación vamos a desarrollar recoge en parte las ideas de dos autores franceses: G. Rousseau (1) y J. Bravard (2) y sobre la base de sus planteamientos (en cuanto a sistemática) trataremos de describir y analizar los elementos que comportan el valor de la empresa, así como la forma en que debe ser tratada la información que nos proporcionan.

(1) Rousseau, G. "Manuel de l'expertise (comment étudier, expertiser et évaluer une entreprise commerciale ou industrielle)" Dalloz, 1.956. P. 75 y ss.

(2) Bravard, Jacques. "L'évaluation des entreprises". DUNOD Paris, 1.969, pág. 9 y ss.

En síntesis las fases de trabajo que nosotros proponemos, cara a la evaluación de cualquier empresa, y sin ánimos de exhaustividad, son las siguientes:

1) La recogida de la información (fase de diagnóstico)

- Información de origen interno.
- Información de origen externo.

2) El estudio patrimonial (fase analítica)

- Evaluación de activos.
- Evaluación de pasivos.
- Evaluación del Goodwill.

3) El estudio del beneficio (fase sintética)

- Estudio de la capacidad para generar beneficios.
- Estudio de los beneficios pasados, presentes y futuros.

4) Otras magnitudes y parámetros a considerar

- Los recursos humanos.
- La organización.
- Otros.

5) La determinación del valor global de la empresa (fase final).

No cabe duda que el esquema de trabajo propuesto está supeditado a las particularidades de cada caso concreto y que la información disponible en cada ocasión hará que pondremos más o menos, el peso de cada una de las fases.

Como ya hemos repetido a lo largo de todo nuestro trabajo, la valoración de empresas debe ser contemplada como un proceso de decisión, como un análisis de la información disponible en orden a adoptar una decisión con respecto a la empresa en su totalidad (compra, venta, fusión, etc...). Y como sabemos cualquier proceso de decisión tiene como primera fase la recogida de datos.

La recogida de la información.--

Cualquier persona que tenga que tomar decisiones en el ámbito económico, conoce el alto grado de incertidumbre que envuelve los hechos en este campo (debido generalmente a la necesidad de efectuar predicciones sobre un futuro indeterminado). Pero si la Economía de la Empresa en su intento de dar solución a los problemas económicos, que se presentan en el seno de la empresa, se hubiera limitado a constatar la existencia de la incertidumbre, y del consiguiente riesgo; estaríamos aún en la misma situación que hace 100 ó 200 años, con respecto a la formulación de soluciones a los problemas concretos de la empresa. Pero el estudio científico de los problemas empresariales ha llevado a la búsqueda de caminos que obviasen en la medida de lo posible el problema de la incertidumbre y que ayudasen a la toma de decisiones.

Dentro de esas soluciones se encuentran los llamados modelos de decisión en certidumbre, que se caracterizan por aportar soluciones válidas a los problemas planteados, supuesto que los datos que se les proporcionan son ciertos; es decir, actúan como si conociesen la realidad.

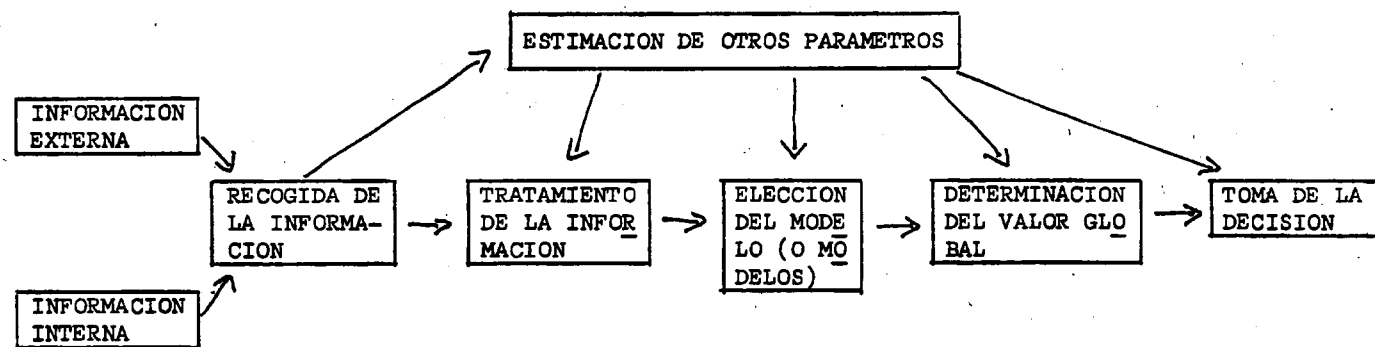
Los modelos de evaluación de empresas no son sino modelos de decisión en certidumbre, por lo que resulta claro que su validez y operatividad dependerá de la exactitud y veracidad de los datos que suministremos al modelo o método de evaluación en cuestión. Resulta por lo tanto innecesario el explicar como las decisiones serán tanto más óptimas, en la medida en que la información de la que dispongamos sea más o menos perfecta.

Se dice que la información es perfecta cuando se dispone de toda aquella que realmente se necesita (situación por lo demás altamente improbable en el campo económico-empresarial). Usualmente se habla del grado de información del cual disponemos con relación a un problema viniendo de finido el grado de información por el siguiente cociente:

$$\text{Grado de información} = \frac{\text{Información objetivamente necesaria}}{\text{Información realmente disponible}} \quad (1)$$

Independientemente de lo expuesto en los párrafos anteriores, cualquier persona sabe que para poder emitir una opinión o juicio sobre algo es preciso tener información sobre ello y que la opinión emitida será tanto más válida cuanto mayor sea la información de la que dispone la persona que va a emitir el diagnóstico. Esto se pone de especial relieve en la valoración de empresas, ya que nadie podrá estimar cuanto vale una empresa sin conocer antes su realidad. No se puede, como afirma Jacques Bravard hablarse

(1) S.G. Echevarría. Unidades Didácticas. Op. cit. Tema 7, pág. 5.



1. CLASIFICACION
2. VERIFICACION
3. ANALISIS
4. SINTESIS (B²)

LA VALORACION DE UNA EMPRESA COMO PROCESO DE DECISION

del valor de una empresa en abstracto (2).

El que la información sea requisito indispensable para a la evaluación de la empresa supone que, cuanto mayor sea el conocimiento que el práctico que valora la empresa posea (tanto de la economía en general como de la empresa en particular), mejor será el cálculo que efectúe.

Dado que las magnitudes en las cuales se refleja el valor (Beneficio, capacidad para generarlo, expectativas de la firma, etc....) tienen su proyección en el futuro resulta clara la necesidad de conocer tanto datos del pasado y del presente como del futuro (o por lo menos predicciones sobre éstos últimos).

Conocido es cómo la obtención de la información, así como su recogida suponen un coste, por lo que antes de comenzar a recopilar datos sobre una empresa a evaluar, se hace necesario reflexionar acerca de qué datos son los que se precisa realmente conocer, y en qué forma se va a proceder para su obtención. La consecución de datos innecesarios encarecería el coste de la información sin aportar nada al proceso evaluatorio.

Es muy importante estudiar detenidamente la forma en la que se va a obtener la información, lo cual en sentido amplio incluye desde el ¿dónde se obtendrá?, hasta el ¿cómo se obtendrá?. Ya que tras la recogida de datos es necesaria su verificación y comprobación a efectos de conocer su rele

(1) Bravard, Jacques. Op. cit. pág. 9.

vancia, fiabilidad, y pertinencia, en relación con la valoración concreta.

La recogida de información debe ser lo más completa que sea posible abarcando tanto fuentes internas como externas a la empresa. La observación debe ir desde el examen físico (ocular) de la empresa en funcionamiento, hasta las entrevistas, conversaciones y encuestas, si el caso lo precisa, pasando por un análisis de los documentos que debe ir más allá de lo que la contabilidad nos muestra a primera vista.

Como dicen los autores americanos es preciso examinar las cinco "emes" como son (1):

MEN (Hombres)
MONEY (Dinero)
MATERIALS (Materiales)
MACHINES (Máquinas)
MARKET (Situación en el mercado)

Esquema al que bien se pudiera añadir otra buena cantidad de elementos.

No quisiéramos cerrar este apartado sin hacer especial mención de la importancia que los datos sobre aconteces ya transcurridos en la empresa, tienen cara a la predicción y estimación sobre el futuro. Al margen de servirnos para hacer extrapolaciones y calcular tendencias futuras,

(1) Bravard, Jacques. Op. cit. P. 9.

los datos pasados nos permiten la observancia y descubrimiento de posibles correlaciones entre los distintos datos de que disponemos. Lo cual no es necesario explicar, resulta de suma utilidad para no sólo a predecir, sino también a planificar el futuro de la empresa.

Por último digamos que lo que a continuación se va a exponer no trata en modo alguno de ser un catálogo, en el que se recojan todos y cada uno de los aspectos sobre los cuales hay que recoger información para a una evaluación en la empresa. Lo que tratamos es presentar un esquema de cómo debe procederse con la información (su recogida y tratamiento) en una evaluación de empresas. El pretender recoger todos los posibles aspectos a tratar no sólo rebasaría el marco de este trabajo sino que además de ser imposible lo convertiría en una pura casuística más o menos extensa, pero desde luego inoperante.

La información de origen externo.-

La evaluación de una empresa precisa de la recogida de datos, tanto en el interior de la misma como fuera de ella.

La necesidad de buscar datos fuera de la empresa deriva tanto de la búsqueda de objetividad, y de la contrastación con los datos internos, como de la necesidad de conocer aspectos tales como la imagen que la empresa tiene en el mercado o la opinión de los proveedores sobre la misma, etc...

Algunos autores (1) suelen distinguir entre la infor

(1) Por ejemplo, Rousseau. G. Manual de l'expertise (comment étudier, expertiser et évaluer une entreprise commerciale ou industrielle). Dalloz, París, 1.956.

mación sobre la empresa en cuestión y la información sobre sus propietarios en particular. Esta distinción procede de la necesidad de conocer, no sólo la situación legal (hipotecas, cargas, etc.) de la empresa, sino también la de sus propietarios. Nosotros vamos a englobar ambos aspectos por considerar que su separación no es sino una pura cuestión de forma.

Comenzaremos describiendo las posibles fuentes de información sobre la empresa ajenas a ésta, para pasar posteriormente a comentar algunos de los datos que pueden obtenerse de estas fuentes, así como su interés y relevancia. No trataremos tanto de hacer una clasificación exhaustiva, como de sensibilizar al lector con su importancia y necesidad.

Las fuentes:

Las principales fuentes de información externas a la empresa y con relación a la búsqueda de datos para su evaluación son las siguientes:

- Registro Mercantil
- Registro de la Propiedad
- Depósitos legales
- Normativa del sector
- Datos oficiales
- Cámaras de Comercio y similares
- Competidores
- Proveedores
- Clientes
- Bancos
- Proyectos urbanísticos, planes, etc...
- Otros

Resultaría imposible el enumerar aquí todos los datos que sobre una empresa pueden obtenerse en las fuentes más arriba citadas pero a efectos de ilustración vamos a enumerar algunas de entre las más importantes.

El registro mercantil nos puede proporcionar datos acerca del capital de la firma, los socios fundadores, la denominación social, la actividad a la que se dedica, etc...

El registro de la propiedad nos informará de las cargas que ésta pudiera tener, tales como hipotecas, pign_o raciones, etc...

También podremos conocer en el registro las marcas y patentes que la empresa tiene registradas así como cualquier otro tipo de registros, tales como, por ejemplo, publicaciones, etc...

El creciente intervencionismo del estado en los países industrializados ha llevado a una reglamentación cada vez mayor de la actividad industrial. De tal modo que conociendo la actividad a la que se dedica una empresa, puede saberse cuál es su convenio laboral (con la gran cantidad de particularidades que éstos regulan en la actualidad), cuáles son las normas de seguridad e higiene en el trabajo que debe cumplir, qué requisitos tiene en cuanto a calidad, etc...

También está reglamentado a veces incluso el precio máximo del producto o las características que éste debe poseer.

Ni que decir tiene que en cada sector concreto suelen existir una serie de peculiaridades en orden a subvenciones, desgravaciones, ayudas a la exportación, etc..., que interesa conocer en cada caso concreto.

Al margen del aspecto normativo es usual que en todos los países se publiquen por distintos organismos, tales como Ministerios, Sindicatos, Cámaras de Comercio, etc., informaciones acerca de tal o cual sector, de su coyuntura, de su evolución, su tecnología, futuro, etc... Todo esto supone un importante banco de datos para conocer la empresa a evaluar y el entorno en el cual se mueve.

Los competidores son también una buena fuente de información, ya que aparte de su conocimiento más o menos amplio sobre sus competidores, nos pueden servir como elemento de comparación en muchos aspectos. Es ésta una faceta importante que con mucha frecuencia olvidan los prácticos de la valoración de empresas y que puede ayudar grandemente a evaluar: la empresa, su equipo de producción, el estado y modernidad de su tecnología e incluso sus posibilidades cara a un futuro.

Los clientes son también una importante fuente de datos ya que en definitiva de ellos depende la existencia de la firma. Los clientes pueden informarnos acerca de la imagen de la empresa, de la aceptación del producto, de su calidad; pueden darnos en definitiva la idea que de la empresa tiene el mercado.

Hay que notar aquí que la recogida de datos de los

clientes de la firma es sumamente costosa tanto desde el punto de vista material, como desde el económico; y el acudir a ella sólo es aconsejable en casos muy particulares.

Uno de los aspectos más importantes a conocer cuando se evalúa una empresa, máxime en el caso de que pretendamos seguir desarrollando la actividad de la empresa en cuestión, es el informarse de la solvencia de la firma, el crédito de que goza tanto por parte de las instituciones bancarias como de sus proveedores y la garantía que ésta ofrece para los anteriores. Para conseguir estas informaciones es preciso acudir a sus fuentes y éstas son las instituciones bancarias que conocen si la empresa es solvente o si por el contrario se ve obligada a incumplir frecuentemente sus obligaciones de pago (demoras, protestas, etc...). Los proveedores por su parte suelen conocer también la "calidad" de sus clientes y los aplazamientos en el pago que les conceden dependen muchas veces de esto.

En algunas ocasiones, existen (con relación a algunas empresas) planes de reordenación del sector, planes urbanísticos, etc., que afectan a la misma, así como normativas de diversa índole. Pues bien, estas reglamentaciones deben ser conocidas ya que aunque, en el mejor de los casos, no afecten en la actualidad a la empresa, si puede ocurrir esto, bien por el mero transcurso del tiempo (entrada en vigor), bien cuando se dé alguna circunstancia (por ejemplo, construcción de un nuevo edificio, etc...).

Hay que añadir que en cada caso concreto existen datos específicos a recabar de quien correspondan, que no es-

tán recogidos en los párrafos anteriores, pero que son sobradamente conocidos por los expertos en la evaluación de cada tipo concreto de empresa.

Digamos también que existen múltiples aspectos de la empresa que solamente (al menos si se pretende obtener una información objetiva) pueden ser conocidos, y consecuentemente utilizados y evaluados, mediante la recogida externa de datos. Pertenecen a este grupo de informaciones, todas aquellas que se relacionan en alguna manera con los juicios de la sociedad en general y del mercado en particular sobre la empresa; tales como la imagen de marca, la aceptación del producto por parte de los consumidores, etc...

También es necesario añadir, y con esto concluiremos la descripción de la información externa, que previamente al comienzo de una evaluación concreta, se hace necesario que el práctico que la va a llevar a cabo se "familiarice" con la actividad desarrollada por la empresa en cuestión. Así se hace preciso que el evaluador conozca perfectamente el tipo de bien o de servicio que la empresa ofrece al mercado, su participación en el mercado, las limitaciones legales de la misma, el tipo de ciclo productivo, y otros datos tales como la estacionalidad de las ventas, etc... Toda esta información permitirá al práctico enjuiciar con mucho mayor claridad aquella información que va a ir analizando en su trabajo, cara a la determinación de un valor global para la empresa.

La información de origen interno.-

Es claro que por mucha información sobre una empresa que podamos obtener fuera de la misma, ésta no nos servirá para nada si no se completa y contrasta con aquella otra que debemos obtener dentro de la propia empresa.

La información de origen interno es básica e indispensable para la evaluación de una empresa, y la habilidad del evaluador consistirá en encontrar el maximum posible de datos relevantes para la determinación de un valor global.

El análisis "in situ" de la empresa debe ir desde el análisis de los distintos documentos de la firma, hasta la observación directa; pasando claro está por las entrevistas con las personas adecuadas. La misión del práctico que evalúa irá desde la recogida de información hasta la verificación de la misma. Es necesario que el práctico "vea más allá" de los datos contables.

Si con relación a la información de origen externo nos hemos atrevido a hacer un breve esquema de sus fuentes, con relación al ámbito interno esto resulta poco menos que imposible dada la multiplicidad y variedad de posibles datos a obtener. No obstante vamos a tratar de describir algunos de éstos, a los que consideramos los más importantes y por ende los más comunes, en la mayoría de las situaciones.

En primer lugar, se hace precisa la petición de la documentación de la empresa a la persona que corresponda.

Entendemos por "documentación" de la empresa todos aquellos instrumentos de naturaleza formal que reflejan la situación pasada, presente y futura de la empresa. Entre éstos documentos cuya variedad es fácil comprender que es muy cuantiosa, vamos a destacar aquéllos que consideramos más usuales y más relevantes, así:

- Documentos relativos a la creación de la empresa, tales como escritura de constitución, acuerdo de cuentas en participación o cualquier otro documento de esta naturaleza. De aquí obtendremos información en cuanto a capital aportado, nombre de los socios, fecha de constitución, etc.

- Estatutos de la sociedad (1).

- Libro de actas, si es que existe. De él obtendremos datos sobre cambios en la situación inicial, bien en los propietarios, bien en el capital, en la actividad de la empresa, o cualquier otro tipo de modificaciones.

- Escrituras de propiedad sobre inmuebles.

- Registro de marcas, patentes, etc...

- Contratos de alquiler de locales, maquinaria, etc.

- Declaraciones fiscales de los años anteriores, así como documentos sobre pago de cualquier otro tipo de tasas o contribuciones.

(1) En el caso de una sociedad, sobre todo si es anónima la ley marca un contenido mínimo para los mismos.

- Pólizas de crédito o cualquier otro instrumento de formalización de éstos.

- Extractos de las cuentas bancarias.

- Efectos cambiarios y similares en cartera.

- Aavales y garantías concedidos.

- Acciones u obligaciones en cartera (o resguardos de su depósito).

- Pólizas de seguros.

- Documentos que informen sobre cargas en la propiedad (tales como hipotecas).

- Procesos judiciales en los que la firma esté, o haya estado involucrada.

- Documentos que acrediten contratos de la firma, opciones de compra, promesas, etc. Y esto tanto a favor como en contra de la empresa.

- Certificados acreditativos de depósitos de mercancías.

- Cualquier otro tipo de documento que aporte información y pruebas con respecto a la situación del patrimonio de la firma.

Hay que añadir que junto con la demanda y consecuente análisis de estos documentos, el práctico deberá demandar de la persona o personas correspondientes el maximum de información posible sobre los temas vertidos en los apartados anteriores, y esto con el fin de completar su análisis. No es necesario recordar como muchas de las informaciones que los anteriores documentos nos aportarían (caso de existir) pueden no estar recogidas documentalmente por lo que se hace preciso el obtener estos datos mediante entrevistas.

No quisiéramos omitir la necesidad de indagar sobre la situación personal del propietario o propietarios de la empresa, caso de que ésta no fuese una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada. Esto implica un amplio análisis de su patrimonio, estado civil, régimen económico en el caso de ser casados, etc.... Especial hincapié merece el análisis de los posibles préstamos hechos a la empresa por alguno de sus socios.

Veamos a continuación como ha de procederse en la empresa al margen del examen de sus documentos. Se hace preciso que los expertos en cuestión examinen la estructura material de la empresa con el fin de comprobar físicamente aspectos tales como el estado de la maquinaria y de las instalaciones, su modernidad y aptitud para la producción, su grado de desgaste, su idoneidad tecnológica, etc... Como el lector puede suponer lo más frecuente es que el práctico que evalúa la empresa, no sea un experto en cuestiones técnicas, por lo que será necesario acudir a la ayuda y asesoramiento de los peritos en la materia.

También se hace precisa la inspección ocular de los

inventarios como medio fehaciente de comprobar si los datos suministrados por la contabilidad son ciertos..

Digamos por último que a la evaluación de empresas son aplicables todas las técnicas que se utilizan en la auditoría, para la verificación y análisis de contabilidades. Estas técnicas comprenden muy diversos procedimientos que van desde la inspección de documentos hasta el control de inventarios del que ya hemos hablado y para su conocimiento remitimos al lector a cualquiera de los manuales al uso.

Por último vamos a referirnos al examen de los datos verbales y escritos que sobre la empresa pueden obtenerse. . Estos engloban documentos de muy diversa naturaleza, como muy distinta puede ser su utilidad para el fin que nos ocupa. En este apartado hay que englobar balances, cuentas de explotación, estados de origen y aplicación de fondos, plannings de la empresa, estadísticas, gráficos, etc...

Del examen de los anteriores documentos hablaremos en el capítulo siguiente al referirnos a como evaluar las distintas partidas patrimoniales.

Al margen de la información documental está toda aquella otra que se pueda encontrar por medio de entrevistas con las personas que trabajan en la empresa y que en definitiva son los que en realidad la conocen. Al hablar del personal de la empresa no nos referimos solamente a los directivos, que obviamente son quienes más información tienen, sino también a las personas mucho más cercanas al proceso productivo, ya que éstas conocen peculiaridades de la empresa que

fácilmente escapan al conocimiento de los directivos. Por otro lado, el conocimiento del personal de la empresa nos ayudará a evaluar la calidad y potencialidad de los recursos humanos de la empresa.

TRATAMIENTO DE LA INFORMACION

Fase analítica.-

Supuesto que ya hemos obtenido toda la información relevante, que nos ha sido posible en la fase anterior, es preciso proceder a su análisis, a su verificación, a su depuración y a lo que es más importante a su tratamiento en orden a que sea relevante cara al fin que nos ocupa, es decir, a la evaluación de empresas.

Estudiaremos en esta fase cómo analizar cada uno de los elementos que componen el patrimonio empresarial; es decir, los activos, los pasivos y el fondo de comercio; ya que otros elementos como los recursos humanos, etc.... se estudiarán en fases sucesivas. Nos centraremos por tanto en los bienes de naturaleza orgánica de la firma y en el tan cuestionado como difícilmente determinable Goodwill o fondo de comercio. Se trata de llegar en esta fase a la determinación de un valor sustancial de la empresa.

Los autores franceses suelen distinguir dos fases en la evaluación del patrimonio empresarial (1): primeramente se trataría de determinar el activo neto real, para pasar posteriormente al cálculo del valor sustancial de la empresa.

(1) Barnaby, A. et Calba, G. "Combien vaut votre entreprise". Entreprise Moderne d'édition. Paris, 1.973, 80-85.

El primer documento que se hace preciso analizar es, como resulta obvio, el balance de la empresa.

Como afirman Viel, Bredt y Renard (1) el valor contable suele estar frecuentemente infravalorado con respecto al llamado valor de reproducción, por lo que se hace precisa una revalorización. A ese fin proponen el uso del siguiente esquema.

	Valor contable	correcciones	Valor real de los elementos		
			necesarios a la empresa.	no necesarios a la empresa	TOTAL
Activo					
Pasivo					
Capital propio					

Puede verse, como se hace necesaria la distinción, entre aquellos elementos patrimoniales que son de utilidad

(1) Viel, Bredt y Renard, op. cit. p. 42.

a la empresa y aquellos otros que no lo son, ya que en el caso de éstos, en poco afecta al valor de reproducción, el que se encuentren supervalorados.

Con caracter general, y antes de pasar al estudio de los distintos elementos patrimoniales, que forman el activo y el pasivo, es preciso decir que el estudio de estos elementos debe ser tanto cuantitativo como cualitativo, y que junto al valor de los bienes y su pertenencia efectiva al patrimonio de la firma (pueden ser alquilados) hay que comprobar su estado actual y sus posibilidades futuras (1).

Evaluación de activos.-

Trataremos de describir en este apartado, la forma en la que debe ser analizado el activo de la empresa, cara a la determinación de su valor neto real.

Si los datos contables fuesen exactos no habría lugar a este estudio, ya que la diferencia entre el activo real y el pasivo exigible nos daría el activo neto real.

Pero sabido es de todos como, problemas de valoración de existencias, amortizaciones, inestabilidad monetaria, gastos diferidos, etc... falsean de tal forma los datos contables, que se hace totalmente innecesaria su revisión y comprobación.

Junto a las razones "técnicas", por decirlo de al-

(1) En esta línea cabe citar a Bravard, J. Op. cit. 30 y ss.

gún modo, que infravaloran o supervaloran las cifras contables, están todas aquellas variaciones en las cifras contables que se realizan voluntariamente por distintos motivos; como por ejemplo, el evitar una presión fiscal mayor, etc...

Todo esto nos lleva a la necesidad de una comprobación efectiva de las cifras contables; en la búsqueda de una valoración real y efectiva del activo patrimonial.

Antes de proceder al análisis de las distintas partidas del activo, se hace necesario el explicar como para la valoración del activo, no existe un procedimiento único, sino que los objetivos de cada valoración concreta, condicionan la forma de medir.

Como ya sabemos, en la empresa se genera un proceso de agregación de valor; lo cual da motivo a la existencia en algunos bienes de la misma (en aquellos que se transforman y agregan, cara a la obtención de un producto final); a dos valores para los mismos, es decir: a un valor de cambio (tras su transformación o agregación) al que denominaremos de salida.

Es, por lo anteriormente expuesto, por lo que la utilización de unos u otros valores se hace pertinente en cada caso concreto. Así, por ejemplo, los precios de salida, son mas relevantes para estimar en la empresa entradas futuras de beneficio, pero si estos beneficios futuros son inciertos, se hace preciso utilizar los valores o precios de entrada (1). Por el contrario, en la predicción de salidas

(1) Hendriksen, E. Op. cit. p. 325.

futuras es más relevante fijarse en valores de entrada.

Reproducimos a continuación una tabla que tomamos del profesor HENDRIKSEN en la que se pueden contemplar distintos conceptos de valoración del activo y las situaciones en las que resulta relevante su aplicación.

CONCEPTOS DE
VALORACION

CONDICIONES EN QUE SON APLICABLES

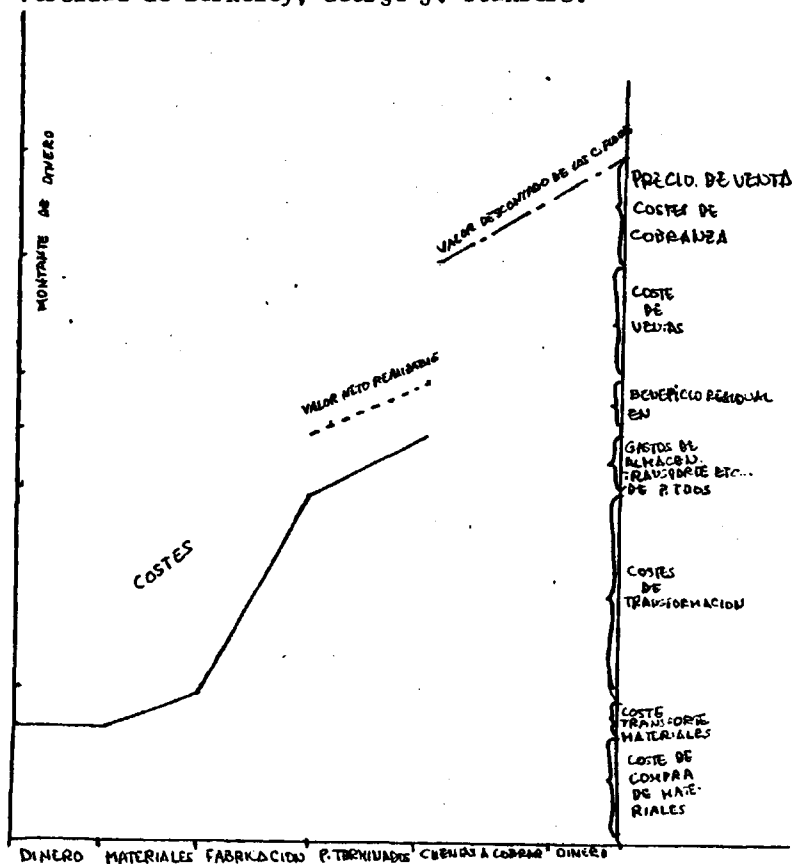
VALORES DE CAMBIO
DE SALIDA

CUANDO UTILIZARLOS

- | | |
|----------------------------------|---|
| 1. Cobros futuros descontados. | 1. Cuando pueden estimarse con un alto grado de certidumbre y el tiempo de espera es relativamente largo. |
| 2. Valores corrientes de salida. | 2. Cuando los precios corrientes de venta representan el precio de salida del futuro. |
| 3. Current Cash Equivalent. | 3. Cuando la mejor opción es una liquidación ordenada. |
| 4. Valores de liquidación. | 4. Cuando no es probable que la empresa pueda vender su producto en los canales de comercialización usuales o no sea probable que pueda utilizar valores de servicios normales previstos. |

VALORES DE CAMBIO DE ENTRADA	CUANDO UTILIZARLOS (Si los de salida no son fiables)
5. Costes históricos.	5. Como medida del valor corriente de entrada cuando la adquisición ocurrió recientemente.
6. Costes corrientes de entrada.	6. Cuando puede obtenerse evidencia verificable de los precios corrientes de entrada.
7. Costes futuros des- contados.	7. Cuando se compran por adelan- ta servicios futuros cuyo cos- te es conocido o estimado, en vez de adquirirlos cuando fue- ran necesarios.
8. Costes estándar.	8. Cuando representen costes co- rrientes en condiciones norma- les de eficiencia y utilización de la capacidad fabril.
9. Costes variables.	9. Cuando podría producirse el ac- tivo en un ejercicio futuro sin causar incremento alguno en el total de los costes fijos del ejercicio futuro, o cuando el uso de las instalaciones fijas actuales no aumente los ingre- sos futuros.
10. Costes pertinentes.	10. Cuando el coste representa el efecto favorable sobre los cos- tes futuros o los ingresos fu- tuuros.

Para completar estas ideas acerca de las relaciones en el tiempo entre precios de entrada y de salida que de la dinamicidad y agregación de valor del proceso productivo se derivan reproducimos el siguiente cuadro ilustrativo de las relaciones entre ambos que tomamos del profesor de la Universidad de Berkeley, George J. Stanbers.



RELACION ENTRE PRECIOS DE ENTRADA Y PRECIOS DE SALIDA (1)

(1) Fuente: Stammers, George. "Current cash equivalent for assets: A dissent" T.A.R. oct. 1967, p. 656.

Pasemos sin más preámbulos a la descripción de los distintos grupos patrimoniales que componen el activo de cualquier empresa para tratar de esbozar, si bien a grandes rasgos, la forma en que debe procederse para su valoración cara a una evaluación global de la empresa.

Las grandes masas patrimoniales del activo clasificadas de acuerdo con el propósito de nuestro estudio son las siguientes:

	- Disponible y exigible a corto.	clientes y deudores préstamos cartera de valores caja y Bancos otros
ACTIVO CIRCULANTE		
	- Valores de explotación	materias primas productos en curso productos terminados embalajes y envases otros
	- Inmovilizaciones materiales	terrenos maquinaria edificios otros
ACTIVO FIJO		
	- Inmovilizaciones inmateriales	patentes marcas investigaciones otros

Comenzaremos por el análisis del activo circulante, no sin antes volver a hacer notar la existencia de multitud de manuales y trabajos de mayor altura existentes sobre la materia que tratamos (valoración de activos) y la necesaria remisión a los mismos para planteamientos más profundos o de mayor operatividad en este campo. Nuestro trabajo se limita en este aspecto a señalar los grandes bloques en que se agrupan los elementos patrimoniales, así como a reseñar las más importantes facetas de su valoración, y posibles problemas que ésta pueda presentar.

Clientes y deudores.-

Englobaremos en este apartado aquellos aspectos más importantes a tener en cuenta en la evaluación de los activos exigibles de la empresa, en orden a la determinación del valor global de la misma.

Usualmente la regla general será la consideración de éstos en función de su valor nominal, pero bien entendido que es preciso un análisis detallado de los mismos, para determinar su calidad o grado de exigibilidad y consecuente cobranza.

Dentro de este minucioso análisis hay que incluir las siguientes consideraciones:

Es preciso comprobar que la cuenta de clientes no está excesivamente "inflada", que no comporta débitos de dudoso cobro o partidas que no tengan la consideración de tales.

Hay que verificar también que entre las partidas de la cuenta de clientes no figuran débitos por entregas futuras y otro tipo de modalidades de venta, las cuales no pueden considerarse como tales en puridad.

También es preciso excluir de los débitos una partida tan importante en la actividad de muchas empresas, como son las llamadas mercancías en consignación. Queremos llamar aquí la atención sobre la creciente importancia que va cobrando esta modalidad de venta.

Partida de necesario y riguroso control es la de las ventas a plazos. Esta partida exige que se compruebe la efectividad de dichas ventas, las posibilidades de cobranza futura y los aplazamientos ya producidos en los pagos. Especial hincapié hay que hacer en aquellas empresas que se dedican a la venta a domicilio (por ejemplo, de libros) sobre todo en el caso de que la venta se efectúe, como es frecuente, por agentes independientes que cobran su comisión en el momento de formalizar el cliente el contrato (por ejemplo; perciben una parte de la entrega inicial que el cliente les hace). El alto grado de impagados en este tipo de ventas puede alcanzar límites auténticamente in sospechados.

Para medir la "calidad" de la cartera de clientes y deudores de la empresa suele emplearse el ratio: Ventas anuales a plazo/Saldo medio de clientes y deudores lo cual nos daría el número de rotaciones de la cartera de clientes en el año. Si a esto lo dividimos entre los 365 días del año, obtendremos el período medio de cobro de la empresa, así:

$$R = \frac{\text{Ventas a plazo anuales}}{\text{Saldo medio de clientes}} ; \text{ y}$$

$$\frac{365}{R} = \text{Período medio de cobro}$$

Con respecto a los créditos de cobro incierto se hace necesario su análisis para ver en qué proporción se estima se cobran o si por el contrario son totalmente incobrables. Tras esto hay que proceder bien a su prorrateo,

bien a su actualización, si se va a tardar mucho en cobrarlos, o bien a su definitiva eliminación del activo caso de ser totalmente incobrables.

Otro aspecto importante a la hora de evaluar estas partidas son los descuentos que la empresa concede, así como las devoluciones que se suelen producir.

También es necesario examinar la forma en la que se han registrado los gastos de transporte, fletes, almacenaje, etc.... y si su cargo al cliente ha sido aceptado por éste o no.

Conviene informarse también de las posibles reclamaciones que la empresa sufre con respecto a sus ventas, así por ejemplo por defectos en la calidad, en la cantidad, costes de envío, retrasos, etc...

Dentro del montante total de estos activos hay que separar aquellas partidas que tienen relación con empresas asociadas o del grupo y aquellas que no lo son. También hay que separar las ventas y préstamos que se hayan efectuado a empleados de la empresa. Ni que decir tiene que si los préstamos a empleados son a largo plazo, precisan de un tratamiento aparte.

Por último diremos que se hace precisa la separación de los débitos a favor de la empresa en función de su ejecutoriedad cara a su cobro (letras de cambio, etc...). De otra parte habría que separar los que están instrumentados en documentos formales de pago y los que no lo están y

ver la cantidad de ellos que pueden ser negociados o descontados.

Cartera de Valores.-

Con respecto a la posible cartera de valores que la empresa pudiera tener es preciso hacer una serie de consideraciones.

En primer lugar la gran diversidad existente entre los títulos obliga, a examinar en cada caso particular la rentabilidad, el riesgo y la liquidez del mismo.

Lo primero que hay que comprobar es la fecha de valoración de los distintos valores y su actual cotización (caso de que coticen en bolsa) o valor actual.

La gran mayoría de los autores consideran que la forma ideal de valoración de la cartera es a su precio de coste histórico (adquisición) o a su precio actual en el mercado caso de que éste fuese menor.

Problema aparte presenta la valoración de bonos y obligaciones convertibles. Tema éste que por su especialidad y variedad de posibles características no tocamos aquí, remitiendo al lector a los muchos trabajos que existen al respecto (1).

(1)

La valoración de obligaciones debe hacerse principalmente en función de su vencimiento y mediante la adecuada actualización.

W.A. Paton en su obra "Manual del Contador" propone seis bases o criterios para la evaluación de acciones y obligaciones (1):

- 1.- Coste real o importe invertido.
- 2.- Precio del mercado.
- 3.- Avaluo o estimación.
- 4.- Valor en los libros de la compañía emisora.
- 5.- Coste modificado por acumulación o amortización.
- 6.- Valor de vencimiento.

Propone este autor el uso de los cuatro primeros para valorar las acciones mientras que los dos últimos harían referencia a la valoración de las obligaciones.

Caja y Bancos.-

Se compone este grupo patrimonial de todos aquellos activos cuya liquidez es inmediata tales como efectivo, divisas, pagarés y saldos de cuentas corrientes así como depósitos a la vista en bancos e instituciones similares.

(1) Paton, W.A. Manual del contador. UTEHA. México, 1.975.
p. 335 y ss.

La valoración se hace en estas partidas por su valor nominal, pero no sin antes proceder a su comprobación fehaciente.

La comprobación en estos casos se basa en los correspondientes arqueos de la caja o cajas de la empresa y la solicitud de extractos de cuenta y de conciliaciones bancarias.

Hay que tener en cuenta también la posibilidad de existencia de lo que algunos autores (1) denominan "efectivo en tránsito" o dinero en circulación debido al carácter temporal del tráfico mercantil.

Valores de explotación.-

Vamos a pasar a continuación al análisis de lo que se denomina valores de explotación, stocks o inventarios.

Por la importancia de la valoración de estas partidas, dada su especial incidencia en el cálculo del beneficio de la empresa y en suma en el valor de la misma, nos vamos a extender algo más de lo que correspondería a unas simples notas cara a la valoración global de una empresa. Consideramos que un adecuado conocimiento de como deben de tratarse las mercaderías en orden a su valoración es básico no sólo cara a la valoración de una empresa, sino que constituye uno de los elementos claves para la consecución de una objetividad en la información económica de la empresa

(1) Paton, W.A. Op. cit. p. 238.

a todos los niveles y para cualquier finalidad. Pensemos que son en definitiva las mercaderías y su transformación las que dan sentido a la actividad empresarial y las que dan lugar a la consecución de un beneficio, mediante su venta. De aquí que su exacta valoración preocupe tanto a estudiosos de la materia, como a los propios interesados (rectores del proceso empresarial).

Estableceremos primero una serie de normas específicas para la valoración de empresas para pasar a continuación a un análisis más detallado del tema.

Coinciden casi todos los estudiosos de la valoración de empresas en la conveniencia de valorar al precio de coste o al de reposición si éste fuera menor.

Por otro lado hay que diferenciar entre productos terminados, productos en curso de fabricación y materias primas y auxiliares.

Si los productos están en curso de fabricación, no debe incluirse en su valor (como se hace a veces) un prorrateo de los futuros gastos de venta.

Los stocks de difícil salida deben ser localizados y separados, para su valoración a un precio de liquidación.

Mención aparte merece el estudio de los stocks excesivos, lo que los franceses llaman "stocks excédentaires ou stocks pletoriques". Por eso se hace preciso calcular cual debiera ser el stock considerado como normal para la

explotación y ver la diferencia con el realmente existente.

Hay que distinguir entre stocks excesivos de carácter más o menos temporal y stocks excesivos debidos a motivos de especulación. En el primero de los casos y supuesto que no sea una situación puramente transitoria se recomienda su exclusión del valor sustancial de la firma. En el segundo de los casos es obligado su examen al margen del valor sustancial de la empresa, ya que nada tienen que ver con la actividad de la empresa en cuestión.

Es usual que en los balances existan diferencias con respecto a la situación real de los inventarios; esto se debe principalmente a la dinamicidad del proceso productivo frente a la estaticidad del balance. Es lógico que entre el momento del cierre del balance y su examen por los prácticos existan diferencias, por lo que se hace preciso el examen físico y los consiguientes ajustes de las cifras contables.

Diremos también con referencia al cálculo del stock normal que es necesario tener en cuenta las características de cada producto en cuestión ya que la estacionalidad de los mismos puede hacer variar grandemente las existencias en almacén de unos períodos a otros.

Por último diremos que junto al examen de la cantidad de existencias se hace necesario verificar su calidad, estado de conservación, etc... También se hace preciso evaluar por los mismos criterios las existencias en envases y embalajes.

Como ya hemos dicho en párrafos anteriores el cálculo y consiguiente valoración de lo que se conoce con el nombre de inventarios tiene un efecto directo tanto sobre el valor global de la empresa, como sobre el cálculo del beneficio o utilidad de la misma, además de informarnos sobre las corrientes de efectivo potencial de la firma (1).

El Boletín número 43 de la A.I.C.P.A. define los inventarios en los siguientes términos: "... El término inventario se utiliza aquí para denominar el agregado de aquellos bienes muebles de naturaleza tangible que: 1) Se tienen para vender en el curso ordinario del negocio; 2) Están en proceso de producción para esta venta; o 3) Han de consumirse en el proceso de producción de bienes o servicios que quedaran disponibles para su venta..." (2).

Vamos a describir a continuación los procedimientos de valoración de inventarios más usados, distinguiendo entre las bases de los mismos y los métodos de aplicación.

Ya dijimos anteriormente como el conocimiento de estos criterios valorativos resulta de sumo interés para cualquier persona que trate de profundizar en el estudio del valor en la empresa; independientemente de la valoración concreta.

Habría que distinguir siguiendo la sistemática tan

(1) Hendriksen, Eldon. Op. cit. 361 y ss.

(2) Accounting Principles, A.I.C.P.A., Commerce Clearing House Inc. Chicago, 1.968.

tas veces usada en este trabajo entre criterios y métodos de valoración, dividiéndose los primeros, en este caso, en tre valores o precios de salida y valores de entrada.

Así tenemos:

Valores de salida (en caso de certidumbre)

Cobros futuros descontados (si son precisos y determinables).

Precios de venta (si estos son fijos)

Valores realizables netos (propuesto por Sprouse y Moonitz) (1)

Valores de entrada

Costes de entrada o históricos (precio de compra)

Costes de reposición (sugerido para paliar los defectos del anterior)

Valor realizable neto corregido con el recargo normal de los productos de la empresa (2)

Coste de reposición si es más bajo que el de compra.

Valoraciones normales de existencias (inventarios básicos) (3).

Promedios.

(1)
(2)
(3)

En definitiva se trata de elegir entre el coste de compra, el de reposición y el de venta inclinándose la mayoría de los autores y en circunstancias normales por el primero o por el segundo caso de resultar más bajo que aquél.

Descritos los criterios de evaluación vamos a reseñar brevemente los métodos concretos de aplicación de los mismos para pasar rápidamente a exponer en un cuadro que tomamos de Hendriksen (1) los objetivos y efectos sobre el balance de la elección de cada uno de ellos.

Los métodos de valoración de inventarios tratan de solucionar de distintas maneras el problema de las diferencias existentes entre las distintas partidas que componen el inventario, problema que se agrava por la diferencia de identificación de las mismas y por la frecuente diferencia de coste en los fletes y transportes, así como en los descuentos de cada una de las partidas que van entrando en el almacén.

Los más usuales son:

Promedio entre todas las entradas.

Inventario al por menor.

Medida de la utilidad bruta.

First In First Out (FIFO)

Método de las Existencias Básicas.

(1) Hendriksen, E. Op. cit. 410.

Last In first Out (LIFO).

Next In First Out (NIFO).

Método de la identificación específica.

El primero de ellos consiste en ir obteniendo el coste medio por unidad al que resultan la totalidad de las existentes en almacén tras las sucesivas entradas de nuevas remesas de materiales. También cabe el establecimiento de un promedio ponderado móvil.

Cuando se trata de pequeños negocios al por menor suele emplearse a veces un procedimiento de acercamiento a la realidad, que consiste en el recuento de los costes de entrada y su cálculo a precios de venta; para ver qué tanto por ciento representan aquéllos sobre éstos. Se restan a continuación el importe de las ventas del precio total de venta y por tanto por ciento se conoce el importe real del inventario físico. Así:

	<u>Coste</u>	<u>Venta</u>	<u>%</u>
Inventario el 1 de enero	100	180	
Compras del año	<u>200</u>	<u>360</u>	
Total	300	540	55,55%
Ventas del año		<u>410</u>	
Inventario residual a p. de venta		140	
Inventario físico al 31/XII		77,77	

De todas formas este método presenta entre otros el grave inconveniente de englobar las pérdidas en el importe del inventario.

Otro método que llamamos de medida de la utilidad bruta es similar al anterior con la diferencia de que no se realiza un recuento físico de las existencias acudiéndose a promedios.

Los métodos LIFO, FIFO y NIFO no son sino aplicaciones de reglas prácticas que han obtenido mayor o menor respaldo por parte de los expertos y de algunas instituciones que han refrendado su uso. El nombre de cada una de ellas indica la forma en la que se procede por lo que no nos extendemos más en su detalle, ya que además son sobradamente conocidas por cualquier contable o economista.

El método de identificación específica consiste en atribuir valores individualizados a cada unidad y se aplica con objetos singulares y de fácil identificación, tales como obras de arte o grandes máquinas, etc... Su aplicación a otras mercaderías resultaría excesivamente costoso.

COMPARACION DE METODOS DE EVALUACION DE INVENTARIOS

METODO	OBJETIVO	EFFECTO SOBRE LA UTILIDAD Y EL BALANCE GENERAL	CONSIDERACIONES ESPECIALES
Identificación específica	Apareamiento específico	Depende de la corriente real de mercancías.	Para artículos valiosos, únicos o fácilmente identificables.
Promedio ponderado	Permite un precio representativo único.	Neutral.	Sólo inventario periódico.
Promedio ponderado móvil.	Precio único con mayor ponderación de las compras recientes.	Semejante a PEPS, particularmente si la rotación es alta.	Sólo inventario perpetuo.
Lo primero que entra es lo primero que sale (FIFO)	Aproximación del apareamiento específico.	El balance general se expresa en costos recientes. Refleja la utilidad más alta cuando los precios están subiendo.	Se da por asentado que las mercancías se venden a base de FIFO.
Existencia básica.	Da por asentado que el inventario "normal" es un activo fijo.	La valoración del balance general es arbitrariamente baja. El costo de ventas aparece en función de costos del ejercicio corriente.	La valoración del inventario es demasiado conservadora.
Lo último que entra es lo primero que sale (LIFO)	Apareamiento de los costos corrientes con los ingresos corrientes.	La valoración del balance general se basa en costos antiguos. El costo de ventas aparece en función de las compras recientes. Tiene como resultado la utilidad más baja cuando los precios están subiendo.	Sólo es válido si no se liquida el inventario básico. Es útil cuando las ganancias y pérdidas por tenencia no son pertinentes.

(cont.)

METODO	OBJETIVO	EFFECTO SOBRE LA UTILIDAD Y EL BALANCE GENERAL	CONSIDERACIONES ESPECIALES
Método al por menor.	Aproximación de los costos específicos o del costo o merca- do, lo que sea más bajo.	Semejante al método FIFO en ciertas condiciones.	Para una gran variedad de artículos con porcentajes de sobreprecio semejantes. Puede usarse para inventa- rios perpetuos y periódicos.
Método de la utilidad bruta	Estimación del inventa- rio cuando no se hace recuento o como compro- bación de otros méto- dos.	Semejante al método FIFO en ciertas condiciones.	Sólo el procedimiento de inventario perpetuo. Se da por asentada la estabilidad del porcentaje de utilidad bruta a través del tiempo.

Fuente: Hendriksen, Eldon, "Teoría de la Contabilidad", p. 410

Como conclusiones de tipo general hay que afirmar que:

Independientemente del método de valoración excogido será preciso establecer correcciones en base a los cambios en el nivel general de precios.

El método FIFO supone mejorar los resultados en el caso de que los precios estén subiendo sostenidamente durante todo el período.

El método LIFO supone la valoración más baja cuando se dan las circunstancias del apartado anterior.

El empleo de un promedio ponderado dará resultados entre el método FIFO y el LIFO.

El método NIFO ha sido propuesto por algunos autores para ser utilizado en períodos de fuerte inflación pero pese a la naturaleza conservadora del mismo tiene el inconveniente de anticiparse a la desvalorización que se espera que se produzca (1).

Complementariamente a estos métodos desarrollados cabe hablar del método HIFO (High In First Out) o de la más alta entrada como primera salida.

(1) Rivero Romero, José. Contabilidad Financiera. I.C.E., Madrid, 1.974, 2ª ed. p. 111.

Evaluación del activo fijo.-

Cabe distinguir aquí entre inmovilizaciones de carácter material tales como edificios o maquinaria e inmovilizaciones de carácter inmaterial como son los fondos de Comercio, Patentes, Marcas, etc...

Maquinaria.-

Tres son los criterios que se emplean habitualmente para la valoración de la maquinaria cara a la valoración total de la empresa.

En primer lugar se puede aplicar el criterio y consecuentemente el método del coste de reposición o reproducción.

Puede también acudirse a la valoración en base al coste histórico de la máquina en cuestión, corrigiéndolo en base al índice general de precios. Este método se emplea cuando no es posible acudir al coste de reposición.

Por último se puede valorar la maquinaria en base a su valor global, eso sí, teniendo en cuenta el importe de las amortizaciones.

Los datos de mayor pertinencia cara a la correcta evaluación de la maquinaria son los siguientes:

Coste de la misma.

Fecha de adquisición.

Duración total estimada.

Duración residual que se estima le resta.

Indice de precios.

Coste de reposición.

En general y como regla práctica suele estimarse que una máquina en uso nunca vale menos del treinta por ciento de su coste de reposición (1).

En algunos países es frecuente la existencia de tablas que valoran las distintas máquinas en función de su antigüedad. En España existen tablas de este tipo para los vehículos, así se sabe aproximadamente el valor de mercado de un determinado vehículo de X años de antigüedad, etc...

La valoración de la maquinaria exige a veces, dada su complejidad (por revestir en ocasiones carácter técnico) la ayuda de expertos en la materia. Así, por ejemplo, en Estados Unidos existen empresas que se dedican a éstos menesteres y que emiten informes sobre el valor de las máquinas en los que se aprecian los costes de las mismas, los fletes que supusieron, sus gastos de instalación y puesta en marcha, etc...

Un modelo bien pudiera ser el siguiente (2):

(1) Paton, W.A. Op. cit. p.

(2) Ibid. p.

MAQUINARIA Edificio n°...

	COSTO REPROD	VALOR JUSTO
1er piso		
*n 1 toruo de la casa ----		
---- n° ---- de 16'x10'		
completo con contramarcha		
Fletes, aranceos y montaje	1234'00	
Depreciación 20 %	<u>56'00</u>	1290'00
		1.032'00

Edificios.-

La valoración de los edificios se suele hacer en base a su valor de reproducción y mediante el oportuno descuento en función de la depreciación sufrida por el edificio en cuestión.

Al igual que en el caso de la maquinaria se recomienda el acudir a los técnicos en la materia, que emiten informes sobre el valor real del edificio. Tanto en este caso como en el anterior, lo que las compañías especializadas certifican, es el valor del bien, sin que puede presumirse de estos informes, el que el edificio o la máquina en cuestión sean propiedad de la empresa.

Para el caso de edificios y naves industriales es corriente el que se conozcan cifras aproximativas del valor de mercado para cada metro cuadrado de edificación y esto en función de la zona en la que se encuentren ubicados.

Para los edificios casi nuevos es usual el considerar el precio de su construcción como valor del mismo en

el momento actual, tras la aplicación de un tanto por cientto de corrección que corresponda más o menos a la evolución sufrida por el precio de los materiales y de la mano de obra en el sector de la construcción.

Para las edificaciones que llevan un cierto tiempo edificadas se aplica normalmente por los prácticos una fórmula, fruto de la experiencia, que es como sigue:

$$D = \frac{(A + 20)^2}{140} - 2,86 \quad (1)$$

siendo:

D = Depreciación en tanto por ciento.

A = Antigüedad en tanto por ciento de la duración estimada.

Así, por ejemplo: supuesto un edificio cuya duración se estima en cincuenta años, de los cuales lleva existiendo 25, y cuyo coste fue de treinta millones, ¿cuál se-
ría su valor actual?

$$A = \frac{25 \times 100}{50} = 50\% \quad D = \frac{(50 + 20)^2}{140} - 2,86 = 35 - 2,86 = 32,14$$

$$\text{VALOR ACTUAL} = 30 \times (100 - 32,14) = 20.358.000 \text{ pts.}$$

Consideración parte merecen aquellos casos en los que los edificios han sido contruidos por la propia empresa lo que obliga a comparaciones con instalaciones similares

(1) Viel, Bredt, Renard. Op. cit.

En cualquier caso el principio básico que rige la valoración de edificios (bien entendido que los terrenos son valorados aparte) es el del coste de reposición.

Terrenos.-

La idea generalizada en materia de valoraciones de empresas es la de separación entre terrenos y edificios para evitar que la especulación afecte por igual a unos y otros, dándose el caso de que los primeros lo están mucho más que los segundos.

Los factores más importantes a tener en cuenta cara a la valoración de terrenos son los siguientes:

Situación de los mismos.

Posibilidades de utilización.

Naturaleza.

Accesos.

Infraestructura en general.

Otro dato importante a considerar en la evaluación de terrenos es el montante de gastos en que es necesario incurrir para su "puesta en marcha".

Dada la gran evolución de los precios en esta materia, el precio de coste histórico no se estima como significativo y el mejor medio de valorar consiste en acudir a la comparación con terrenos de similares características de situación, infraestructura, volumen de edificabilidad, etc...

Es importante acudir siempre a los planes de urbanización de la zona antes de evaluar cualquier tipo de terreno ya que éstos pueden comportar importantes modificaciones futuras sobre los mismos.

Afirma Bankman (1) que en el caso de minas o similares es preciso medir en metros cúbicos de filón y no en metros cuadrados de superficie. Al margen de esto las valoraciones de terrenos agotables merecen especial atención y suelen requerir la ayuda de expertos en la materia.

Evaluación de los activos inmateriales.-

Junto a los activos de carácter material de la firma se encuentran aquellos otros que tienen naturaleza imaterial y entre los cuales cabe destacar las Patentes, las Marcas, los Derechos de Autor, etc...

Hay que distinguir entre aquellos que tienen una existencia separada e independiente de la empresa y aquellos otros que no la tienen.

También se hace preciso distinguir si se pagó por ellas o no. En el primero de los casos habría que valorarlas a su precio de coste.

También hay que tener en cuenta que algunos de estos activos inmateriales lo que nos confieren es un dere-

(1) Bankman "der Sustanzwert", Essen 1.968. Citado por Viel, Bredt y Renard, ibid. p.

cho de uso, el cual tiene caracter temporal, por lo que deben de valorarse en función del tiempo ya transcurrido.

Cerramos aquí la referencia a las valoraciones del activo sin entrar en más detalles sobre otras partidas de menor importancia, dada la poca información y utilidad que ofrecerían al conjunto de este trabajo.

LA VALORACION DE PASIVOS

Entramos aquí en la valoración de las deudas de la empresa, ya que la valoración de los fondos propios no tiene sentido a los efectos que nos ocupan.

Las Deudas.-

El primer problema que hay que plantearse con respecto a las deudas es la de si debe ser incluido su importe en el cálculo del valor sustancial; ya que como es sabido algunos autores opinan que no deben incluirse (como explicamos al hablar de la terminología en esta materia).

En el supuesto de que si deban ser detraídas del montante del activo real para la determinación del valor sustancial de la firma es preciso hacer las siguientes consideraciones:

Hay que analizar el plazo de éstas, lo cual nos determina la calidad de las mismas. Así, no es lo mismo un crédito a largo plazo que a medio o a corto plazo.

Hay que examinar también el tipo de interés que se está pagando por las mismas.

Se plantean algunos autores el problema de si las deudas de la empresa deben ser valoradas por su importe nominal o por el contrario por su valor actual (1), pero la

(1) Viel, Bredt y Renard. Op. cit. p. 62 y 63.

mayoría coinciden en afirmar que no debe procederse a la actualización de las deudas de la firma, dado que no es presumible que el nuevo propietario tuviese fuentes de financiación diferentes; además por el mismo motivo podrían pedirse plusvalías por las existencias en stocks, dada la inflación existente en nuestros días. Y esto obviamente es un absurdo.

Volviendo a la inclusión o no inclusión de las deudas dentro del cálculo del valor sustancial, hay que destacar que esto depende del método de evaluación de empresas escogido, ya que lo importante es; que si se detraen las deudas del montante del activo (es decir, se considera la evaluación de la empresa como la evaluación de los derechos de propiedad de la misma), no deben luego restarse del beneficio los intereses a pagar al capital ajeno; procediéndose a la inversa en el caso de considerar el valor sustancial bruto (sin detraer las deudas).

Digamos para concluir que es necesario examinar se paradamente aquellos préstamos que pudieran proceder de aportaciones personales de los anteriores propietarios en concepto de créditos personales concedidos a la empresa (sobre todo en el caso de empresas deficitarias).

LA VALORACION DEL GOODWILL

Hemos querido incluir en este capítulo una breve referencia al Goodwill pese a que no constituya uno de los integrantes del valor sustancial, ya que una parte del mismo si puede formar parte del activo de la empresa en el caso de que se haya pagado por ella. Este es el caso, por ejemplo, del precio pagado en los traspasos de locales comerciales.

El fondo de comercio como ya hemos repetido en numerosas ocasiones juega un papel decisivo en la valoración de empresas. Para la mayoría de los autores se encuentra constituido por la diferencia entre el beneficio obtenido por la empresa y el rendimiento considerado como normal para el dinero (por ejemplo, el tipo de interés legal).

Los elementos que más generalmente son considerados componentes del Goodwill son (1):

Nombre de la firma (imagen)

Patentes y similares

Organización efectiva

Posición en el mercado

Programas de investigación

Ubicación

(1) Viel, Bredt, Renard, op. cit. 10 y ss.

Ingenio, eficacia, agresividad, etc... de su
equipo directivo.

Otros componentes.

Es habitual distinguir entre aquella parte del mismo que procede de una serie de gastos tales como patentes, etc... y aquella otra que deriva de la calidad del equipo humano de la firma (1).

Con esta breve referencia al Goodwill cerramos el apartado concerniente a la fase analítica (tratamiento de la información) en la evaluación de empresas.

(1) Otro interesante concepto del Goodwill es el desarrollado por Smalenbach, citado por Viel, Bredt y Renard, op. cit. 11.

LA FASE SINTETICA (Estudio de los resultados).-

Los cálculos acerca de los resultados de la Empresa.-

Vamos a entrar a continuación en el estudio de los resultados de la empresa como concepto sintético, en el que se recogen y agrupan el conjunto de los elementos patrimoniales.

El patrimonio como conjunto organizado tiene la expresión de la consecución de su fin primordial, en el resultado de la firma.

Por ser el patrimonio empresarial, y consecuentemente la empresa misma, algo unitario, debe ser tratado en su valoración de forma unitaria, y la expresión más unitaria y sintética de la misma la encontramos en el resultado o beneficio.

Resulta claro en el caso de la empresa, que el todo es algo más que la suma de las distintas partes que lo componen. El valor de la suma de los elementos patrimoniales lo encontramos, como hemos expuesto en los apartados anteriores, en el valor sustancial de la firma; valor éste que nadie osaría calificar como el valor unitario y global de la firma (solamente cabría esta posibilidad en el caso de empresas muy deficitarias).

Dos son las consideraciones que vamos a hacer en este capítulo con respecto al beneficio: en primer lugar nos referiremos al mismo como componente básico de todos los mo

delos o fórmulas de valoración de empresas. Por otro lado, y éste es el sentido más importante, haremos de nuevo (ya se hizo al hablar de los parámetros en los que se refleja el valor) hincapié en la importancia del beneficio como expresión del valor de la empresa pues al ser ésta una unidad económica, hay que valorarla global y unitariamente. Todo esto nos lleva a considerar el cálculo del resultado de la empresa como algo más que la obtención de una mera cifra, nos lleva en suma a un estudio exhaustivo del beneficio, de las causas de su generación, de sus posibilidades de futuro.

Como dice Bravard (1) tras "desmontar" pieza a pieza la empresa para descubrir sus cualidades y defectos se hace necesaria la síntesis de todos sus elementos para poder constatar si la unión de todos ellos (empresa) ha sido positiva y si ".... la empresa como conjunto produce beneficios económicos suficientes para recompensar a los capitales en ella invertidos" (2).

Se hace necesario, antes de continuar nuestro trabajo, dejar bien clara la diferencia entre beneficios generados (repartidos o no) y capacidad para generar beneficios. Entre la "Dividend paying capacity" y el "earnings power". Los autores americanos distinguen estos dos términos de una forma clara pero la traducción de ambos conceptos al castellano, llamándolos Rentabilidad y Rendibilidad (3) es a

(1) Bravard, J. Op. cit. 49.

(2) Ibid. p. 50.

(3) Riebold, A. "Los métodos americanos de valoración de empresas". I.C.E., Madrid, 1.977, 61 y ss.

nuestro juicio una terminología poco clara, y se presta a confusión, por lo que no la utilizaremos en el resto del trabajo.

Llegados a este punto es necesario preguntarse qué tipo de resultado es al que nos estamos refiriendo y el cual tratamos en consecuencia que medir.

Como es sabido múltiples son los conceptos y términos que sobre este tema se manejan sin precisar con exactitud su contenido. Así, por ejemplo, no es lo mismo Resultado que beneficio o que rentabilidad, y cuando se habla vg.: de beneficio hay que especificar si éste es bruto o neto, o si se trata de una cifra real o fiscal, etc...

Todo esto ha llevado al abandono de los términos anteriormente citados y al uso de lo que se conoce como el cash-flow o flujo de caja.

El cash-flow es un concepto acuñado en las últimas décadas y que responde a una idea dinámica del proceso productivo. Corresponde este término a la diferencia entre las entradas y las salidas de dinero que se producen en una empresa a lo largo de un determinado período de tiempo. Algunos autores procedentes del campo de los analistas financieros denominan con este nombre a algo de contenido muy distinto, como es la suma del beneficio más las amortizaciones, lo cual ha originado fuertes polémicas en la literatura al respecto, sobre cuál es el verdadero sentido del término cash-flow. Sin entrar en esa polémica que está suficientemente discutida y estudiada en la literatura especia

lizada (1) lo cierto es que tanto una como otra acepción del término suponen una superación del concepto tradicional de beneficio al eliminar la subjetividad en el cálculo de las amortizaciones.

En adelante y a efectos de nuestro trabajo entenderemos por cash-flow, la diferencia entre cobros y pagos de la empresa en un período determinado.

Lo que nosotros tratamos de medir es el enriquecimiento que sufre la empresa tras pagar sus gastos, remunerar a su personal y sin descontar la remuneración a los accionistas. Se trata de calcular el beneficio neto después de impuestos, o lo que es lo mismo se trata del saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias supuesta la exclusión de amortizaciones, gastos financieros e impuestos (2).

Citemos para concluir estas ideas sobre la noción de resultado la definición que Barnaby y Calba (3) hacen de lo que ellos denominan "profit capitaliste futur", dicen así: "... (cash-flow futuro de explotación) menos los gastos en inversiones necesarias para mantener los elementos de producción en el mismo estado sin que sufran plusvalías o minusvalías".

(1) Riebold, G. "El cash-flow". I.C.E., Madrid, 1.974, entre otros.

(2) No habría por qué deducir aquí los impuestos que la sociedad paga a cuenta de los rendimientos de los accionistas (impuesto sobre las rentas del capital).

(3) Barnaby y Calba, G. Op. cit. 87.

Ya sabemos que entendemos a efectos de valoración de empresas por resultado pero ¿qué datos utilizar: los actuales o los futuros?.

Al tratarse de medir la capacidad de la empresa para generar beneficios lo que nos debe interesar es el futuro de la misma y no el pasado. Como dicen Viel, Bredt y Renard (1) el beneficio por sí solo basta para definir el valor de la empresa, pero se trata del beneficio futuro y no del pasado ya que quien compra, compra rentabilidades futuras y no pasadas.

La persona que compra una empresa compara la rentabilidad futura de ésta con la que pudiera obtener por la colocación de su dinero en otra alternativa (ya que en el caso de que ésta fuera mayor que aquélla no compraría la empresa, sino que optaría por la otra alternativa). Similares planteamientos pueden hacerse con respecto a las motivaciones que en muchos casos tendrá el vendedor que, como es lógico suponer, cambia una rentabilidad esperada por un cierto montante de dinero.

Vamos a dividir en dos partes el análisis de este beneficio o resultado. Nos referiremos primeramente a las dificultades materiales para la obtención de datos fiables a partir de las cifras contables de la firma para exponer a continuación como es preciso hacer predicciones sobre el futuro, lo que comporta incertidumbre, y actualizar ésta, lo que supone el uso de tasas de descuento. Dicho de otra for

(1) Viel, Bredt y Renard, op. cit. 66 y ss.

ma estudiaremos el pasado para pasar después a su proyección futura que es la que más nos interesa.

El pasado.—

Se trata aquí de recoger una serie de datos del pasado para proyectarlos sobre el futuro con toda la dificultad y aleatoriedad que esto supone.

Como cualquier economista sabe la cifra que normalmente se da como beneficio de un período para una empresa determinada, no es una cifra absoluta y exacta, sino que supone una serie de apreciaciones subjetivas sobre la empresa. Estas apreciaciones son lo que vamos a tratar de reflejar a continuación cara a su evitación, en la medida de lo posible, en la evaluación de empresas. Por otro lado mostraremos aquellas características específicas de la empresa que tienen incidencia sobre los resultados futuros, cuya existencia es preciso conocer.

Con respecto a los resultados de los ejercicios pasados se hacen necesarias una serie de consideraciones:

En primer lugar se hace precisa su corrección en función del tiempo mediante la adecuada aplicación de índices de precios. Ya que no pueden compararse homogéneamente cifras de un año con las de otros posteriores o anteriores.

Algunos autores proponen que cuando se utilizan series de resultados de varios años se eliminen los extremos

(el más alto y el más bajo resultado del período de análisis). Pero esto no tiene demasiado sentido siempre y cuando los datos utilizados hayan sido suficientemente verificados y depurados. Por otro lado, habrá que distinguir entre empresas de reciente creación (en las que no es de extrañar un bajo rendimiento inicial) y empresas de mayor antigüedad.

Es interesante observar como con referencia a los beneficios de años pasados, basta con analizar el montante de éstos, mientras que para los de años futuros, se hace necesaria la consideración de la incertidumbre y del riesgo como más adelante veremos.

Entrando ya en el análisis concreto de los datos sobre resultados de la empresa que se poseen, es preciso tener en cuenta las siguientes observaciones cara a su evaluación.

En primer lugar habrá que tener en cuenta la incidencia de las amortizaciones en el cálculo del resultado ya que un cálculo erróneo (por exceso o por defecto) haría necesarias correcciones en el beneficio. Este problema se obvia en parte mediante el empleo de cash-flows en lugar de Beneficios.

Es necesario considerar todos los gastos de carácter financiero en los que halla incurrido la empresa y deducirlos (si no se había hecho anteriormente) del beneficio.

También hay que revisar el valor de las inmovilizaciones en relación con su amortización real (1) y el valor que efectivamente tienen los inventarios, para corregir, si fuera preciso, la cifra de resultado que podría estar supervalorada o infravalorada, en función de que los stocks figurasen o no por su precio real.

En el caso de empresas en las que los socios son a la vez empleados de las mismas, suele ser frecuente que éstos no retiren de la sociedad unos emolumentos que correspondan a su categoría y trabajo (dejándolos como autofinanciación). Pues bien, en estos casos se hace preciso detraer del beneficio obtenido una cantidad de dinero que corresponda a la remuneración que en realidad debieran percibir los socios-empleados.

También hay que tener en cuenta la forma en la que se han efectuado las provisiones y provisiones, y si éstas son objetivamente justas, o por el contrario no responden a la realidad, haciéndose preciso su modificación.

Mención especial merece el estudio de la situación fiscal de la empresa, deudas con la Hacienda Pública, etc... Deben eliminarse del cálculo de los resultados todas aquellas partidas, tanto de ingresos como de gastos, que revistan carácter extraordinario (Vg.: la venta de un solar propiedad de la empresa o un incendio en la misma) ya que no corresponde a la actividad específica de la empresa y falsean los resultados cara a su análisis y proyección en el futuro.

(1) El importe del Activo Fijo a considerar será el determinado al calcular el valor sustancial de la firma.

Diremos también que junto a estas consideraciones hay que tener en cuenta otras de carácter meta-económico y posibilidades de futuro basadas en la capacidad real de producción de la firma y en su potencial humano. Así como posibilidades de persistencia y mejora de los resultados actuales.

Supuesto que ya hemos determinado el importe de las cifras de resultados de una serie de años pasados y que las hemos depurado mediante las oportunas correcciones y de la depreciación sufrida, se hace preciso proceder a su proyección futura, en orden a la estimación del valor actual de la firma.

Como ya hemos dicho se trata de estimar los resultados futuros para actualizarlos y obtener de ese modo un valor capital o actual de la empresa.

Se trata de calcular el futuro de la firma y para esto existen múltiples variantes tal y como las expone Pourbaix (1). Clasifica este autor los métodos en estáticos y dinámicos en función de la forma en la que es considerado el factor tiempo.

Los métodos más usuales son:

- El uso por analogía de los datos pasados con ciertas correcciones en función de la depreciación y del crecimiento estimado (por ejemplo, en base al crecimiento estimado del PNB).

(1) Pourbaix, C. Op. cit. 87.

- Las extrapolaciones.
- El cálculo de tendencias y proyecciones.
- El uso de medias aritméticas y de promedios ponderados (móviles o no) para determinar un beneficio medio a proyectar en el futuro.

También se acude a otros medios indirectos como son (1):

- Valoración del Fondo de Comercio.
- Empleo de un multiplicador tradicional.
- Capitalización del beneficio medio.
- Resultados ponderados.
- Estimaciones en función de las cifras de ventas.
- Analogías con empresas similares.

El riesgo y la incertidumbre.-

Dos son los elementos que añaden aleatoriedad y dificultad al cálculo de los beneficios futuros de la empresa. Son éstos el riesgo y la incertidumbre.

Para paliar éstos se acude al empleo de tasas de interés que corrijan los efectos de las mismas. Estas tasas se calculan en base al interés normal del mercado más un cierto componente en función del sector en el que se opera.

(1) En estos casos se calcula el valor de la empresa debido a los beneficios generados.

Algunos autores proponen emplear como tipo de actualización el rendimiento que se ha obtenido en los años anteriores con las acciones de la empresa. Otros proponen como norma basada en la práctica el empleo de un coeficiente de riesgo que afecte a la cifra de resultados en el 30%, pero éstas no son más que reglas prácticas sin ningún fundamento de carácter teórico.

También suele recomendarse una corrección del tipo de interés en función de la inmovilización que supone colocar nuestro dinero en la empresa.

La capacidad para generar beneficios.-

Es obvio que quien compra una empresa no solo se fija en los beneficios que ésta genera, sino que también, y sobre todo, contempla los que puede generar.

Para analizar los beneficios que la empresa puede generar no basta con fijarse en el vector beneficio, ya que éste es uno sólo de los muchos elementos que inducen a pensar en unos resultados futuros.

Se hace necesario contemplar aspectos tales como la capacidad productiva de la empresa, su participación en el mercado (y esto no solo por la cifra de beneficios que supone sino por la importancia y presión que sobre el mismo tiene la empresa. También se hace necesario examinar otros factores como la potencialidad humana de la empresa, el valor de su organización o la flexibilidad y capacidad de adaptación al cambio. Todas estas notas nos darán una idea

de en qué condiciones se enfrenta la empresa al futuro y consecuentemente que posibilidades tiene de triunfar.

En algunos casos la capacidad de generar beneficios de la empresa aumenta por el mero hecho de cambiar de propietarios, ya que éstos pueden (en casos de ficciones o absorciones) beneficiarse de las ventajas de economías de escala, organizaciones auxiliares, etc...

No nos extendemos más en este apartado ya que al igual que los factores a reseñar en el epígrafe siguiente fueron tratados de modo más amplio al hablar de los parámetros o factores que conforman el valor en la empresa.

Otros factores.-

Nos limitaremos a reseñar algunos de ellos, ya que como se expone en el párrafo último del apartado anterior son estudiados (los más importantes de ellos) en otros capítulos de este trabajo. Entre ellos destacan:

- Los recursos humanos de la empresa, su potencialidad (formación, edad, etc...)

- El clima social de la firma (absentismo, huelgas, satisfacción en el puesto de trabajo, etc...).

- La clientela de la empresa (su cantidad y su calidad).

- Las características personales de su equipo directivo que en definitiva es quien dirige y planifica el resto de los elementos del conjunto empresarial.

- El futuro del producto de la firma, su tecnolo
gía y sus posibilidades de reconversión hacia otro tipo de
actividad.

- La diversificación del riesgo en la misma (gama
amplia de productos, diversidad de mercados, etc...).

- Otras características.

Y en general todas aquellas particularidades de ca
da empresa concreta que confieren a ésta un caracter espe-
cífico y que la hacen susceptible de un especial tratamiento
to.

LOS METODOS DE EVALUACION DE EMPRESAS:

- 1.- METODOS DIRECTOS.**
- 2.- METODOS INDIRECTOS.**
- 3.- COMPARACION FORMAL DE LOS METODOS GLOBALES
DE VALORACION DE EMPRESAS.**

LOS METODOS INDIRECTOS

Antes de comenzar a hablar de "métodos de evaluación" es preciso recordar lo que, con relación a este término, y para diferenciarlo de "criterios de valoración" establecimos en el apartado dedicado a la terminología. Como ya dijimos se trata (en el caso de los métodos) de la aplicación concreta de una serie de criterios valorativos que se han establecido en base a diversos juicios de valor.

También hay que aclarar que en determinadas ocasiones los criterios valorativos, pese a su unilateralidad, son suficientes a la hora de establecer, por ejemplo valoraciones parciales de determinados activos, y que no es a estas aplicaciones, a las que nos referiremos en este apartado; sino a aquellos modelos más o menos complejos de valoración unitaria y total de la empresa, en los que matemáticamente se ponderan uno o más criterios de valoración.

Lo que aquí se va a exponer son las fórmulas generales más usadas en la práctica, con expresión de su utilidad y problemática específica. No se entra en el detalle de su aplicación, ya que esto prolongaría enormemente nuestro trabajo -sin que por otro lado aportase mayor luz a este estudio del valor en la Economía de la Empresa.

Como es lógico (otra cosa desbordaría los límites de este estudio) se trata de formular aplicaciones de carácter general, ya que la casuística procedente de una aplicación concreta de los métodos de valoración de empresas, presenta una gama cuasi-infinita de variantes. Es misión del

valorador el obtener de la forma mas fehaciente y fiable posible, los datos necesarios para el modelo a utilizar; así como la elección de aquel modelo que se nos presente como el más adecuado a cada caso concreto (así, por ejemplo; no es lo mismo valorar una empresa que genera beneficios, que otra que produce pérdidas, y no se utiliza el mismo método de valoración cuando se desconoce gran parte de la información que cuando disponemos de todos los datos objetivamente necesarios).

Lo expuesto en los capítulos anteriores nos ha mostrado todo lo referente a la forma de valorar los elementos del conjunto empresa, así como la problemática de la valoración concreta de algunos elementos empresariales. Una vez obtenidos todos estos datos sobre los elementos que componen la empresa, se hace preciso el pasar al ensamblaje de todo el material informativo obtenido en las diversas fases de aproximación al valor global de la empresa. Se trata de sintetizar toda la información obtenida en las fases anteriores (ya descritas en otros capítulos) en un modelo que recoga, de forma unitaria y global, el valor de la empresa en su conjunto.

Claramente se observa que para llegar a un valor total de la empresa nos encontramos con dos tipos de factores diferentes. Por una parte tenemos los bienes materiales de la empresa y por otro los bienes inmateriales.

Para la mayoría de los autores el problema se centra en la coordinación de patrimonio y beneficio (siendo el primero un concepto analítico y el segundo un concepto sin

tético) en orden a la obtención de un valor global.

Centrándonos en la distinción entre bienes materiales e inmateriales, tenemos que convenir, que la representación mas genuina de los primeros, la tenemos en el valor sustancial de la firma, mientras que los segundos encuentran su expresión más completa en el llamado goodwill o fondo de comercio (aunque este segundo término no nos parece acertado) que ya se definió anteriormente.

Con respecto al valor sustancial el problema se centra doctrinalmente en la inclusión o no de las deudas de la firma en el valor de ésta; hablándose de un valor sustancial bruto o de un valor sustancial neto, según se traiga o no el importe de éstas del valor del activo.

Para analizar el goodwill de la firma puede procederse de dos formas, a saber:

1º. Método indirecto: Dado que el fondo de comercio puede concebirse como la suma de una serie de factores tales como el potencial humano de la empresa, su creatividad, la ubicación de la firma, sus patentes, etc., y que todos estos elementos constituyen el valor inmaterial de la empresa; no resulta difícil calcular el importe de éstos como la diferencia entre el valor de la empresa en funcionamiento y el valor material de la misma.

De esta forma el valor en rendimiento menos el valor sustancial nos proporcionan el montante del goodwill, así:

$$G = VR - VS$$

donde,

G = Goodwill o valor inmaterial de la firma.

VR = Valor en rendimiento de la firma.

VS = Valor sustancial de la firma.

2º. Método directo: El otro método consiste en hallar directamente el valor capitalizado de los "superrendimientos" o "superbeneficio" de la firma, siendo éste la diferencia entre el rendimiento normal (i) atribuible al capital, y el realmente obtenido (r) por la firma.

Tenemos así que:

$$G = \frac{VSr - VSi}{i}$$

donde,

r = rentabilidad real de la empresa.

i = rentabilidad considerada como normal en las empresas del sector.

Antes de seguir adelante conviene recordar que el fondo de comercio o valor inmaterial de la empresa raras veces se encuentra recogido en el balance, y esto debido fundamentalmente al principio de prudencia valorativa; y cuando lo está es porque se ha pagado un precio por el mismo (por ejemplo, por una determinada patente de fabricación o por una marca).

La mayoría de los autores coinciden en que el fon

do de comercio (si se paga por el mismo) debe de amortizarse en un plazo relativamente corto (sobre todo si se trata de algo subjetivo como la organización, o el dinamismo del potencial humano de la firma). Veremos también cómo algunos métodos de valoración de empresas hacen referencia a esta amortización más o menos rápida del goodwill.

Sin mas prolegómenos vamos a pasar a la exposición de los métodos de evaluación más usados en la práctica.

Métodos indirectos.-

Los métodos indirectos más conocidos y usados en la práctica (se denominan así por calcular el fondo de comercio de forma indirecta) son el del valor medio; el de la amortización del fondo de comercio en sus dos variantes principales (la de Smalenbach y la de Greff); el del valor en rendimiento y el método de Schnettler.

Método del valor medio.-

Es éste uno de los procedimientos de evaluación de empresas más utilizados, por lo que también se le ha denominado "método de los prácticos" o más vulgarmente "método de la lechera".

Es el método indirecto por antonomasia, por lo que también se le conoce con este nombre genérico, así como por el de "método alemán".

Consiste en asimilar el valor total de la empresa

a la media aritmética del valor sustancial y del valor en rendimiento de la firma.

Las justificaciones de este método son variadas, destacando las dos siguientes:

Para algunos autores (1) la razón de esta media se debe a que pese a la exactitud teórica del cálculo del valor en rendimiento, éste es sumamente complejo, y se encuentra sujeto a un alto grado de incertidumbre, por lo que se hace precisa su corrección, y esto se hace por la vía de añadir solamente la mitad del goodwill al valor material de la empresa y no su totalidad, dada la incertidumbre del éste y en base al principio generalmente aceptado de la prudencia valorativa.

Por el contrario otros autores opinan que la reducción del importe del goodwill a la mitad se debe a que este "superrendimiento" de la empresa debe ser repartido a partes iguales entre comprador y vendedor, ya que tan injusto sería el que el comprador pagase la totalidad del mismo (¿qué iba a obtener entonces a cambio de su inversión!), como que el vendedor (que fue quien lo generó) no percibiese una remuneración por el mismo.

La formulación matemática del método es como sigue:

(1) Por ejemplo, Suárez Suárez, Andrés, Unidades Didácticas, Economía de la Empresa (Organización y Administración), U.N.E.D., Madrid, 1.975.

$$VG = VS + \frac{1}{2}(VR - VS) = \frac{1}{2}(VS + VR) \quad [1]$$

donde,

VG = Valor global.

VS = Valor sustancial.

VR = Valor en rendimiento.

Algunos autores (1) tales como Bravard y Barnaby y Calba proponen otras variantes de esta fórmula consistentes en hallar una media ponderada del valor sustancial en lugar de una media aritmética, así es corriente ver la siguiente fórmula:

$$G = \frac{a VR + b VS}{a + b} - VS$$

donde a y b son parámetros a estimar que varían entre uno y cuatro según los casos.

Cabe decir que algunos autores sugieren el empleo del activo neto real (ANR) en lugar del valor sustancial transformándose la fórmula anteriormente expuesta [1] en la forma siguiente:

$$VG = \frac{1}{2} (VR + ANR)$$

Antes de continuar es preciso considerar la incidencia de las deudas de la empresa en la valoración efectuada.

(1) Bravard, J. "L'évaluation d'Entreprises", Dunod, París, 1.969.

Dicho de otro modo, ¿debe restarse el importe de las deudas contraídas por la empresa del valor del activo?, o por el contrario, ¿debe considerarse el patrimonio empresarial in dependientemente de las deudas?.

Cualesquiera que sea la respuesta a esta cuestión, lo importante es que el valor sustancial y el valor en rendimiento, sean magnitudes homogéneas y por tanto comparables. Tanto si consideramos el valor sustancial en términos brutos, como si pensamos en este como una cantidad neta (esto es, deducidas las deudas de la empresa), lo importante es que el valor en rendimiento sea también estimado en forma acorde con el valor sustancial; y esto significa que si se descuentan las deudas de la empresa, en el cálculo del valor sustancial, es preciso que ese criterio se extienda a la estimación del valor en rendimiento. Esto significa que si no se considera para el cálculo del valor sustancial la forma en que el patrimonio estaba financiado, tampoco parece lógico deducir de la rentabilidad total de la empresa, el importe de la remuneración al capital ajeno, del que dis ponga la misma.

En otro orden de cosas hay que decir que el tomar valores sustanciales netos como base de apreciación del va lor global de la empresa, puede ser causa de errores impor tantes en el cálculo, por lo que algunos autores (como por ejemplo Barnaby y Calba (1)), no han dudado en calificarlo como un "pseudo método" de evaluación de empresas.

(1) Barnaby y Calba. Op. cit.

Puede comprobarse empíricamente como mediante la utilización de este método de evaluación, a través del cálculo de valores sustanciales netos, aquellas empresas que tienen una gran tasa de endeudamiento, son siempre supervaloradas con relación a otras que no tienen tal grado de financiación ajena; resultando las segundas perjudicadas en la comparación con las primeras.

Las razones de estas diferencias hay que encontrarlas en tres factores como son:

1º. El coste real de la financiación total del capital invertido.

2º. La obligación de reembolso de los empréstitos a medio y largo plazo.

3º. La reducción de la capacidad de endeudamiento de la firma.

Estas tres razones hacen dudar del cálculo del valor de la firma a través de valores netos, si bien se pueden efectuar correcciones tendentes a mejorar la calidad de la evaluación (tales como por ejemplo, el cálculo del coste medio de los capitales invertidos, etc...).

Hemos examinado hasta aquí el método del valor medio así como sus componentes; hemos visto también su sencillez de cálculo, lo cual le ha valido el sobrenombre de "método de los prácticos". Pasemos ahora al análisis de sus deficiencias.

La primera de estas deficiencias ya ha sido esbozada con anterioridad y consiste en atribuir la misma importancia al valor sustancial que al valor en rendimiento, lo cual es difícilmente defendible. Tampoco es solución el establecer una ponderación diferente para cada uno de ellos como por ejemplo, $1/3$ o $1/4$, puesto que cada caso particular presenta como es lógico características específicas, lo cual requiere tratamientos diferentes a aplicar en el caso concreto.

La segunda gran deficiencia procede de la forma en cómo se calcula en este método el valor en rendimiento.

El considerar el valor en rendimiento como el resultado de dividir el beneficio por el tipo de interés (1) supone que el beneficio (B) se va a generar perpetuamente; y no sólo eso, sino que su montante va a ser siempre igual, lo cual es si no imposible, si al menos altamente cuestionable.

Por último y en relación con este método, diremos que supone la aceptación de unas premisas generales, como son: 1) Reparto entre vendedor y comprador (a partes iguales) del valor del goodwill, 2) La no consideración de la remuneración al capital invertido y 3) La duración del goodwill. Todas estas hipótesis de partida tan restrictivas

(1) La matemática financiera demuestra como el límite de la suma de una renta anual de un montante a , durante n finitos años, al tipo de interés i tiende a a/i .

hacen que si bien el método aporte gran información sobre el valor de algunas firmas no ocurra lo mismo en otros muchos casos.

Habría que añadir por último que en aquellos casos en los que el valor sustancial supera al valor en rendimiento, no puede aplicarse este método en puridad (ya que resultaría un valor global de la empresa negativo). Todos los autores coinciden en que en estos casos, el valor de la firma vendría determinado y limitado por el valor material, o por el valor sustancial de la firma, ya que pese a la falta de rendimiento de la firma, no cabe duda de que su valor material, es algo tangible y real, constituyendo el precio mínimo que el vendedor estaría, normalmente, dispuesto a aceptar a cambio de su patrimonio.

Los métodos de evaluación de empresas basados en la amortización del fondo de comercio.-

Piensan los defensores de estos métodos que el fondo de comercio (en sentido estricto) o goodwill debe ser considerado como algo sujeto a depreciación al igual que otros activos de la firma. Es ésta una superación del método del valor medio ya que se considera la duración del goodwill, pero al igual que aquél método caen en el error de no considerar el interés del capital invertido.

Para algunos autores como Eugen Smalenbach la duración de esta amortización debe ser ilimitada, mientras que otros autores como Greff suponen que debe limitarse la duración de la misma.

Vamos a exponer la fórmula de ambas variantes para pasar después a un somero comentario sobre las mismas.

Variante a) o de SMALENBACH:

$$VG = \frac{B - J (VG - VS)}{i}$$

donde,

VG = Valor global de la empresa.

B = Beneficio de la empresa.

J = Tanto por ciento de amortización anual.

VS = Valor sustancial.

i = Tanto anual de capitalización.

despejando VG tendríamos que:

$$VG = \frac{B - J \cdot VS}{i + J}$$

Variante b) o de GREFF:

Tenemos aquí que:

$$VG = \frac{B - J(VG - VS)}{i} + B/i (1+i)^{-n}$$

donde, $J = 1/n$

Estiman autores tan prestigiosos como Jacob (1) »

(1) Jacob. Op. cit.

Viel, Bredt y Renard (1) que no tiene sentido el amortizar el goodwill si los gastos necesarios para su mantenimiento ya se tuvieron en cuenta a la hora de calcular los beneficios futuros, por lo que no procede el volver a considerarlos.

El problema deriva, en gran medida, de la confusa definición de goodwill, debiendo distinguirse entre el verdadero goodwill o capitalización de los rendimientos futuros, y aquellos otros elementos, tales como la clientela o el nombre de la firma que constituyen una parte del llamado fondo de comercio, en sentido amplio. Por otra parte sería preciso distinguir entre aquellos casos en los que el goodwill fue adquirido a título oneroso del resto de los casos, ya que sólo en aquel cabría una amortización del mismo para conseguir su eliminación del balance.

Para una más amplia exposición de este problema pueden consultarse las obras de Jacob (2) y de Viel, Bredt y Renard, citadas ya con anterioridad (3).

El método del rendimiento.-

Es éste un método de muy sencillo cálculo basado en un único criterio de valoración, como es el criterio del valor en rendimiento que anteriormente se expuso.

(1) Viel, Bredt y Renard. Op. cit.

(2) Jacob. Op. cit.

(3) Viel, Bredt y Renard. Op. cit.

Se supone, según los defensores de este método, que el valor de la empresa tiene su reflejo en el valor de los futuros beneficios capitalizados.

Matemáticamente puede formularse de la siguiente manera:

$$VG = B/i$$

donde,

VG = Valor global de la empresa.

i = Tanto de capitalización.

B = Beneficio anual.

Los inconvenientes de este método son muchos y aparte de la dificultad que supone la estimación del tanto de capitalización (i) tenemos que:

- 1º. No se consideran riesgos futuros.
- 2º. No se amortiza el fondo de comercio.
- 3º. No se reconoce al valor sustancial como uno de los elementos fundamentales a la hora de evaluar una empresa.
- 4º. Por último, se estima que el beneficio va a ser igual durante infinitos años.

Pese a las dificultades que este método entraña no cabe duda que su sencillez de cálculo le hace bastante utilizable como paso previo a cualquier estimación más seria y detallada del valor de una empresa.

El método de Schnettler (1).-

Nos vamos a referir por último a un cuarto método indirecto de evaluación de empresas cuya principal característica consiste en que el método es aplicable a empresas deficitarias, es decir, a empresas cuyo valor material es superior a su valor en rendimiento.

Piensa este autor que cuando el valor capitalizado es inferior al valor sustancial, esto puede deberse a que el importe calculatorio de las amortizaciones fue excesivo, por lo que propone eliminar su influencia. En el caso de que tras esta supresión sigan sin aparecer beneficios, supone Schnettler que el valor de la firma es nulo. En el caso contrario, esto es, cuando tras la eliminación de las amortizaciones surja un cierto superávit, propone este autor que se reparta entre amortizaciones e intereses.

Sin más preámbulos vamos a pasar a la exposición del método; método éste que matemáticamente tendría el siguiente desarrollo:

Si llamamos t al coeficiente de amortización del activo fijo (patrimonio amortizable), el ahorro realizado sobre la amortización asciende a $t(VS - VG)$; y este dato lo equipara Schnettler a el ahorro que se produce por adquirir un patrimonio por debajo de su valor sustancial.

(1) Schnettler. El interés en materia de empresas. Stuttgart 1.939. Citado por Viel, Bredt y Renard.

Para Schnettler el valor de la empresa será:

$$VG = \frac{B + t (VS - VG)}{i}$$

o lo que es igual, despejando VG a:

$$VG = \frac{B + t VS}{i + t}$$

donde,

VG = Valor global de la empresa.

t = Coeficiente de amortización del inmovilizado.

i = Tipo de capitalización.

B = Beneficio.

Explican algunos autores como S.G. Echevarría (1) como el componente t puede considerarse como el tanto por ciento de reparto del "ahorro" que supone la diferencia entre el valor sustancial y el valor de la empresa.

Jacob (2) se opone al procedimiento desarrollado por Schnettler hablándonos de un procedimiento basado en el valor en rendimiento. En este método las amortizaciones a detraer de los beneficios futuros no se calcula en base al precio de adquisición, sino al precio de reposición.

Dicho método es matemáticamente como sigue:

$$VG = \frac{B \times 100 + Et}{t + i}$$

(1) García Echevarría, Santiago. "Comparación formal de los métodos de valoración de empresas". ICADE. Madrid, 1971.

(2) Jacob. Op. cit.

donde,

B = Beneficio futuro antes de la amortización.

E = Elementos de activo no amortizables.

t = Tanto de amortización.

i = Tanto de capitalización.

Los métodos del valor capitalizado.-

No quisiéramos cerrar este apartado referido a los métodos de evaluación de empresas, sin referirnos a aquellos métodos consistentes en la capitalización de los resultados.

Entre ellos cabe citar como los más importantes: el modelo que en los países de lengua alemana popularizara Mellerowicz y el de Busse Von Colbe.

a) Método basado únicamente en el valor capitalizado.-

Este método que como hemos dicho expusiera Mellerowicz se basa en la afirmación de que el valor de una empresa es igual a la diferencia entre dos corrientes de signo contrario: una de ingresos y otra de gastos, descontados en un momento determinado. Como puede observarse el método se reduce al tratamiento del problema de la valoración como cualquier otro tipo de problema de inversión, lo cual en nuestra opinión, no es del todo correcto, dadas las especiales características de los problemas de valoración.

Para Mellerowicz el valor obtenido de esta forma es

siempre el valor de la firma, y no existen excepciones a esta norma.

Matemáticamente el modelo se formularía así:

$$VG = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{\sum_{t=1}^n (1+i)^t}$$

siendo,

CF_t = El cash-flow correspondiente al año t .

$t = 1, 2, \dots, n$.

n = número de años a considerar.

b) Método del valor capitalizado basado en la cuenta de inversiones (Busse Von Colbe).-

La moderna teoría de la inversión analiza como un inversor toma la decisión subjetivamente más ventajosa para él al elegir entre varias alternativas de inversión posibles.

El valor de una empresa debe calcularse según este método en base al incremento de beneficio que el inversor tendría por el hecho de comprar la empresa (como se ve es un método de cálculo a aplicar única y exclusivamente por el comprador).

LOS METODOS DIRECTOS DE EVALUACION DE EMPRESAS

Pasemos ya a examinar los métodos denominados directos (también llamados métodos anglosajones).

A diferencia de los llamados métodos indirectos o métodos de los prácticos, los métodos directos, como ya se ha dicho anteriormente, se denominan de esta forma debido a que determinan el valor del goodwill o fondo de comercio de una forma directa, esto es, sin calcular como paso intermedio el llamado valor en rendimiento.

Veremos a continuación algunos de entre los más usuales de estos métodos en la práctica, destacando entre ellos los de "la capitalización y la amortización del superbeneficio, con sus diferentes variantes".

Como podrá observarse el goodwill es corregido en los distintos métodos de evaluación de empresas de diversas formas, como por ejemplo, mediante tasas amortizativas o mediante su descuento.

El método de la capitalización del superbeneficio.-

Se trata en este método de evaluar el goodwill de forma directa para posteriormente añadirse al valor sustancial y obtener, de ese modo, el valor global de la empresa.

El goodwill resulta en este método de la capitalización de la diferencia existente entre el beneficio medio

anual (B) y el beneficio normalmente obtenido a un interés calculatorio (i) con un patrimonio de valor VS; así tenemos que:

$$VG = VS + \frac{B - VSi}{r}$$

siendo $r > i$

La razón de capitalizar este superbeneficio a un tipo de interés (r) superior al del mercado (i), no es otra que la aleatoriedad de este superbeneficio.

Por otro lado, la duración de este goodwill no suele considerarse como perpétua, tal y como pudiera deducirse de la fórmula anterior, sino que suele limitarse a un determinado número de años, como veremos en los métodos que exponemos a continuación.

Resulta interesante, como afirman H. Peumans (1) o Barnaby y Calba (2), entre otros, observar cómo la aleatoriedad de la renta del goodwill, ya que no se trata de una adquisición segura, trata de paliarse de dos maneras en estos métodos llamados directos: Por un lado, se suele capitalizar, como ya hemos visto, a un tipo superior al de mercado, y por otro suele limitarse la duración del mismo. El goodwill como dicen los autores más arriba citados "... está constantemente amenazado, por lo que es prudente no supervalorarlo mediante la capitalización a tipos demasiado bajos...".

(1) H. Peumans, op. cit. 287 y ss.

(2) Barnaby et Calba, op. cit. 207 y ss.

Quizás la observación más importante que se ha hecho acerca de este método se debe a Viel y Bredt y Renard quienes en su obra "l'evaluation des entreprises et des parts des entreprises" (1) afirman que no es necesario usar dos tasas de capitalización distintas (una para el interés normal y otra para el superbeneficio o goodwill) para obtener resultados idénticos ya que basta con utilizar una única tasa corregida. Esto lleva consigo la ventaja de que en alguna manera se reduce la arbitrariedad del cálculo, ya que se utiliza un nuevo interés calculatorio en lugar de dos.

Este método llamado de capitalización del beneficio o de ponderación del beneficio (así lo denomina Jaensch (2)) fue atribuido por Smalenbach a Fritz (3) mientras que Kafer (4) dice que fue esbozado por A.E. Cutforth en su obra *Methods of Amalgamation and the valuation of business*, publicada en Londres en 1926. Entre los autores posteriores que han desarrollado este método cabe citar a P.D. Leake y más tarde el artículo de H.C. Edey en la revista *Accountancy* en 1957 bajo el título de "The superprofit method" (5).

La dificultad obvia de este método radica como ya hemos apuntado en lo problemático que resulta el fijar el tipo de capitalización del superbeneficio. Al no existir baremo sobre este particular y dada la aleatoriedad del superbeneficio no queda más remedio que afirmar que el método de

(1) Viel, Bredt, Renard. Op. cit. p. 28

(2) Jaensch, G. Op. cit. p. 120

(3) Ibid. p. 120

(4) Ibid. p. 120

(5) Edey, H.C. The super profit method. Accountancy. 1957.

capitalización del superbeneficio, si bien supera, por su flexibilidad y acercamiento a la realidad, a métodos como el del valor medio, no por eso puede afirmarse que sea un método perfecto de valoración de empresas. Sino que se trata de una aplicación más del principio de prudencia valorativa. Eso sí de forma altamente sofisticada.

Métodos de amortización o renta del superbeneficio.-

Vamos a englobar bajo este epígrafe tres variantes de un mismo método, consistentes todas ellas en la consideración de los superbeneficios como una renta limitada a un número determinado de años.

Se trata de métodos basados en los desarrollos de la matemática financiera, como afirman Viel, Bredt y Renard (1), estos métodos parten del principio de que el adquirente (en el caso de que la empresa sea rentable) deberá indemnizar al vendedor por el superbeneficio que recibe, y esto en función del beneficio que el activo adquirido proporcione.

De entre las muchas variantes de este método, nos vamos a referir a tres de ellas por ser éstas las más significativas.

Variante a.-

La primera variante de este método que algunos auto

(1) Viel, Bredt y Renard. Op. cit. P. 24 ss.

res como Jaensch (1) denominan "método de adquisición de los resultados anuales" se basa en la ficción consistente en la consideración de que en la práctica el goodwill equivale a un múltiplo del beneficio anual. Así tendríamos:

$$VG = VS + m (B - VSi)$$

donde m sería un multiplicador a estimar por el práctico que realizase la evaluación en función de las características de la empresa, así como de la posible persistencia del goodwill.

Es claro que este método presenta una elevada dosis de arbitrariedad al dejar en manos del valorador la ponderación que debe hacerse del fondo de comercio.

En la práctica se suele trabajar con valores entre 3 y 6 para el multiplicador.

Variante b.-

P.D. Leake (2) perfeccionó este método de la renta o amortización del superbeneficio al considerar que éste debía ser considerado más como una renta de n años, que como un múltiplo del superbeneficio anual, por lo que la fórmula de evaluación quedaría como sigue:

$$VG = VS + \frac{1 - \frac{a \cdot n}{n}}{i} (B - iVS)$$

(1) Jaensch, G. Op. cit.

(2) Leake, P.D. "Comercial Goodwill", Londres, 1.939. Cita-
do por Viel, Bredt y Renard, p. 31.

o lo que es igual:

$$VG = VS + 1 - \frac{a\overline{n}}{n} (B/i - VS)$$

El problema de este método es similar al del anterior pues si en aquella variante la arbitrariedad estaba en la elección del multiplicador, ahora radica en la determinación del número de años de duración de la renta.

Variante c.-

Como una variante más de este método puede considerarse el denominado "procedimiento de Stuttgart" que es empleado por el derecho fiscal alemán para la valoración de partes de sociedades que no coticen en bolsa (con anterioridad se empleó en aquel país, y para el mismo fin, el método de Smalenbach, también llamado como sabemos "método del valor medio" y "método berlinés").

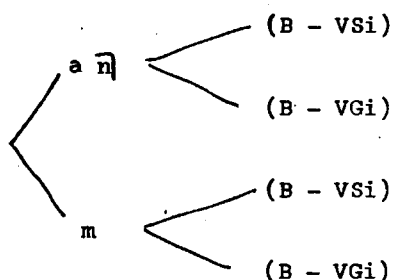
La particularidad de este método consiste en que el tipo de capitalización está prefijado; el multiplicador del superbeneficio es igual 3 y el superbeneficio se calcula mediante la capitalización no del valor sustancial, sino del valor global.

Así tenemos:

$$VG = VS + 3 (B - VG_i)$$

No entramos en la consideración de la bondad de este método pues se entiende que se trata de una regla de aplicación práctica, fruto de la experiencia, y con una finalidad muy concreta como es la fiscal.

Hay que reseñar por último cómo estos métodos consistentes en la consideración de la duración limitada de la renta del fondo de comercio o del superbeneficio, bien podían clasificarse con arreglo a dos criterios. El primero de ellos consistiría en considerar el superbeneficio bien como una renta (an) o como fruto de un multiplicador (m). El segundo criterio consistiría en examinar si la renta o superbeneficio se calcula en base al valor sustancial ($B - VSi$) o en base al valor global ($B - VGi$) lo que nos da cuatro tipos básicos o variantes de este método tal y como se muestra en el cuadro siguiente:



Método de Patton.-

Por último y dentro de los métodos directos cabe citar el elaborado por W.A. Patton y W.A. Patton Jr. en su obra Asset Accounting, publicada en 1.952 (1).

En este método se presenta como particularidad el cálculo del beneficio anual medio para un número de años durante los cuales se supone que persiste. Por otro lado el valor sustancial es capitalizado a un tipo diferente que la

(1) Patton y Patton, Jr. Asset Accounting.

llamada renta del goodwill o superbeneficio.

Con esto damos por terminada la exposición de los métodos de valoración de empresas empleados en la práctica para pasar a su posterior análisis y comparación en el apartado siguiente.

La comparación formal de los métodos de valoración global de empresas.--

Una vez examinados, si bien brevemente, los más usuales métodos empleados por los prácticos en la valoración de empresas, se nos plantean una serie de interrogantes. La primera cuestión que surge al examinar los métodos de valoración de empresas, radica en la multiplicidad de los mismos.

Como afirman Viel, Bredt y Renard en su tantas veces citada obra, el ingenio de los especialistas en la materia de valoración de empresas queda bien patente a la vista de la gran cantidad de modelos y de soluciones que sobre el particular han ofrecido.

La segunda gran cuestión que se plantea es la diferencia de resultados obtenidos en la evaluación de una empresa concreta según el método de evaluación que empleemos.

El análisis conjunto de las dos anteriores apreciaciones nos lleva claramente a la conclusión de que el problema de la valoración de empresas es algo que pese a la gran cantidad de esfuerzos realizados en torno a la construcción de un modelo, que lo resolviera, dista mucho de haber encontrado una solución que satisfaga a todo el mundo.

Quizá lo más importante sea el hacer notar cómo es te (al igual que otros muchos campos de la Economía de la Empresa) no es susceptible, al menos de forma total, de un tratamiento en base a un modelo matemático más o menos com

plejo. La enorme diversidad de circunstancias que concurren en cada empresa específica, así como la subjetividad (necesaria, por otra parte) con que se estima el futuro; futuro que por otro lado es necesario contemplar, nos obliga a reconocer que difícilmente un modelo matemático recogerá la totalidad de la situación concreta a valorar.

No debe sorprender en absoluto esta afirmación a los lectores de este trabajo, pues repetidamente a lo largo de páginas y páginas hemos ido mostrando cómo el valor es algo abstracto que se concreta en una serie de parámetros o reflejos del mismo. Hemos expuesto también como es algo cambiante, en función del tiempo, del entorno que rodea la valoración, y lo que es más importante de la finalidad de la misma.

La valoración de empresas no puede pues reducirse a un mero modelo matemático, pues rebasa las posibilidades de éste por muy complejo que sea.

Por todo esto hay que afirmar que los métodos o modelos de valoración de empresas no sirven para zanjarse totalmente el problema de la valoración de empresas, pues en cada uno de ellos existe un cierto componente de subjetividad que escapa a cualquier tratamiento que pretenda una exactitud y racionalidad total.

No obstante a lo expuesto, los métodos de evaluación de empresas han cubierto y cubren hoy en día un importante espacio dentro del campo práctico de la valoración; y sin pretensiones de exactitud nos acercan, en mayor o menor grado al valor real de la empresa.

Los métodos que hemos expuesto en el apartado anterior pueden completarse con informaciones exteriores a los mismos y su validez no tiene por qué cuestionarse siempre y cuando existan fundadas razones para suponer que las hipótesis de las que se ha partido para realizar la evaluación, se han cumplido o van a cumplirse.

Los autores de los diferentes métodos así como sus defensores tratan a menudo de defender un determinado método en detrimento de los demás, y no es extraño encontrar críticas a uno y otro método, cuando el fundamento de todos ellos es muy similar.

En realidad todos los métodos de valoración de empresas parten de unos postulados parecidos. Por un lado todos se fijan en el parámetro valor material, el cual reflejan a través del cálculo del valor sustancial. Por otra parte en todos ellos se ponderan los rendimientos futuros, teniendo en cuenta su duración, su aleatoriedad, y su "exceso" (superbeneficio) sobre el rendimiento normal de los capitales.

Pues bien, en 1.960 en un estudio publicado en la revista de lengua alemana Zeitschrift für Betriebswirtschaft bajo el nombre de "Métodos para determinar el valor global de la empresa" (1) el profesor H. Jacob estableció una comparación formal entre los métodos más conocidos de valoración de empresas, en la cual quedó demostrada de forma clara

(1) Zeitschrift für Betriebswirtschaft. "Métodos para determinar el valor global de la empresa".

ra y patente que no existen diferencias fundamentales entre todos ellos, ya que pueden reducirse matemáticamente a una fórmula base en la que existe un factor multiplicador, que es lo único que varía según el método empleado.

La tesis desarrollada y probada en este artículo es a nuestro juicio fundamental, ya que además de probar la si militud entre los distintos métodos de valoración de empre sas, sirve para mostrar sus diferencias y para, lo que es más importante, poder interpretar la utilización de uno u otro método; dicho de otra forma la comparación entre los distintos métodos permite conocer qué métodos son aquellos que ponderan más o menos un determinado factor, o cuales son los que en determinadas circunstancias arrojan una cifra mayor o menor como valor global de la empresa. A la vista de las semejanzas y diferencias entre los diferentes métodos, el práctico se decidirá en cada caso concreto por aquél o aquéllos métodos que más convengan a su finalidad y esto también en función de las circunstancias de cada empresa, así como del entorno de la misma.

El estudio de Jacob (que de forma somera vamos a explicar) (1) consiste en aislar un llamado coeficiente "a" de depreciación del good-will para observar como todos los métodos pueden formularse de forma similar, con la única diferencia del montante de "a".

Supuesto que:

B = Beneficio anual para un período indefinido de tiempo.

(1) Para este apartado seguimos los apuntes sobre el tema, del Profesor García Echevarría, I.C.A.D.E., Madrid, 1971.

METODO	FORMULA ORIGINAL	FORMULA TRANSFORMADA	VALORES NUEVOS	VALOR de a	OBSERVACIONES
VALOR MEDIO o de SCHMALEMBACH	$V_c = \frac{1}{2} \left(\frac{B}{i} + V_s \right)$	$V_c = V_s + a \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$		$a = \frac{1}{2}$	
AMORTIZACION del FONDO de COMERCIO	$V_c = \frac{B - j(V_s - V_c)}{i}$	$V_c = V_s + \frac{i}{i+j} \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$	$j = \% \text{ AMORTIZACION DEL FONDO DE COMERCIO}$	$a = \frac{i}{i+j}$	$i = j$ $a = \frac{1}{2}$
METODO de GREY	$V_c = \frac{[B - j(V_s - V_c)] a_n + B/i (1+i)^n}{(1+i)^n}$	$V_c = V_s + \frac{i}{i + \frac{1-V^n}{n}} \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$	$j = \frac{1}{n}$	$a = \frac{i}{i + \frac{1-V^n}{n}}$	
VALOR en RENDIMIENTO	$V_c = \frac{B}{i}$	$V_c = V_s + 1 \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$		$a = 1$	
SCHNETTLER	$V_c = \frac{B + t(V_s - V_c)}{i}$	$V_c = V_s + \frac{i}{i+t} \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$	$t = \% \text{ DE REPARTO DEL ANUALIDAD } (V_s - V_c)$	$a = \frac{i}{i+t}$	$i = t$ $a = \frac{1}{2}$ $V_R < V_S$
CAPITALIZACION del "SUPER BENEFICIO"	$V_c = V_s + \frac{B - V_c i}{r}$	$V_c = V_s + \frac{i}{r} \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$		$a = \frac{i}{r}$	
METODO DETALLADO de la AMORTIZACION del "SUPER BENEFICIO"	$V_c = V_s + m(B - V_s i)$	$V_c = V_s + i \cdot m \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$	$m = \text{MULTIPLICADOR A ESTIMAR}$	$a = m \cdot i$	EN LA PRÁCTICA $3 < m < 6$
METODO SIMPLE ID.	$V_c = V_s + \frac{1-V^n}{i} (B + V_s i)$	$V_c = V_s + 1 - V^n \left(\frac{B}{i} - V_s \right)$	$V = \frac{1}{1+i}$	$a = 1 - V^n$	

VG = Valor global de la empresa.

VS = Valor sustancial o valor de "reproducción" (valor da
do al patrimonio real de la empresa).

$v = 1/1+i$

a = multiplicador a estimar.

i = tipo de interés.

Vamos a expresar todos los métodos de valoración de empresas con arreglo a esta fórmula genérica:

$$VG = VS + a (B/i - VS)$$

Tenemos que las distintas fórmulas de valoración de empresas van transformándose con arreglo al cuadro siguiente quedando demostrada la similitud entre todas ellas, excepción hecha del multiplicador "a" del good-will.

En el cuadro puede observarse cómo bajo determinadas condiciones algunos métodos arrojan resultados similares; así por ejemplo en el método de amortización del fondo de comercio cuando el tanto por ciento de amortización anual del fondo de comercio se hace igual al tipo de interés, tenemos que el valor global de la empresa que se obtiene es el mismo que el del método de Smalembach.

Para dejar patente la ponderación que cada uno de los métodos más usuales hace del good-will vamos a presentar un sencillo ejemplo y a resolverlo en base a los distin
tos métodos de evaluación de empresas; con lo que los resul
tados obtenidos nos mostrarán las desviaciones de resultados entre los diferentes métodos.

Tengamos, por ejemplo una empresa a la que queremos

evaluar y cuyos datos estimamos así:

VS = 400 millones de pesetas.

B^o = 70 millones anuales.

i = 10 por ciento.

n = 8 años.

J = 0,125 (tanto por ciento de amortización anual del fondo de comercio).

r = 15% (capitalización del superbeneficio).

t = 0,1 (tanto por ciento de "reparto del ahorro" en el método de Schnettler).

m = 4 (variante a) del método de amortización del superbeneficio).

N = 5 (método simple o variante b) de la renta del superbeneficio).

METODO	EXPRESION DE α	VALOR DE α	VALOR GLOBAL DE LA EMPRESA	Nº DE ORDEN DE MAYOR A MENOR
VALOR MEDIO	$1/2$	0'50	550	(4)
AMORTIZACION F.C.	$i_{f.c.} = i/1 + 1/n$	0'44	532	(5)
METODO DE GREFF	$i/1, \frac{1-r^n}{n}$	0'60	580	(3)
VALOR EN RENUNCIACION	1	1	700	(1)
SCHNETTLER	$i/1 + t$	0'50	550	(4)
CAA SUPERBENEFICIO	i/r	0'67	601	(2)
AMORT. SUP. a)	m.i	0'40	520	(6)
AMORT. SUP. b)	$1 - r^n$	0'38	514	(7)
STUTTGART	$3i/1 + 3i$	0'23	469	(8)
MEDIA	—	0'524	557'33	—

Hasta aquí hemos expuesto el estudio comparativo de Jacob en el que puede apreciarse cómo el valor máximo para la empresa nos lo da el método del valor en rendimiento, mientras que en el ejemplo expuesto, el mínimo resultado lo arroja el procedimiento de Stuttgart. Ambos resultados son lógicos, pues mientras que el primero considera que debe incluirse todo el importe del goodwill en el valor de la empresa ($a=1$), el segundo adopta una posición conservadora ($a=0,23$), dada su finalidad eminentemente fiscal.

Es interesante hacer notar cómo el procedimiento del valor medio o de Smalenbach, pese a su simplicidad y a su apariencia de poco rigor, nos ofrece un resultado muy cercano a la media de los resultados de todos los métodos utilizados, lo que obliga a replantearse su validez y sobretodo sirve para aconsejarnos un empleo al menos como método complementario dada su sencillez de cálculo.

350

LA NEGOCIACION CARA A LA FIJACION DEL PRECIO
DE VENTA DE LA EMPRESA.-

LA NEGOCIACION CARA A LA FIJACION DEL PRECIO DE VENTA

Valoración de Empresas y Política Económica de la Empresa.-

Hasta aquí hemos expuesto los diferentes métodos y criterios de valoración de empresas; hemos formulado diversas objeciones a los mismos, y hemos concluido, que todos ellos presentan deficiencias, cara a su utilización en la práctica.

Si alguien nos preguntase en este momento sobre ¿cuál es el método más aconsejable para valorar una empresa?. La respuesta no podría ser otra que todos. Sí, todos y ninguno en particular, ya que no se puede recomendar un método determinado, puesto que aún en los casos más concretos, y aún en el supuesto de que se verificasen todas las hipótesis de partida, la parcialidad de cada uno de los métodos nos obligaría a considerar circunstancias ajenas al mismo, tales como, la finalidad de nuestra valoración.

El código fiscal norteamericano nos habla de un valor justo corriente al que denomina "Fair market value" y define como "... el precio al que la propiedad cambiaría de manos entre un comprador y un vendedor no estando ninguno de los dos obligado a comprar o vender y teniendo un conocimiento razonado de los hechos pertinentes...".

Los autores franceses hablan en los mismos términos al referirse al precio que un comprador sensato pagaría por un bien habida cuenta de las informaciones pertinentes que sobre el particular pudieran conocerse; denominando a este precio "precio justo".

Como vemos se habla de sensatez, falta de especial interés en la valoración, objetividad, etc... Pero esto no ayuda mucho cara a la búsqueda de una cifra concreta puesto que esos atributos antes descritos son algo que todos los métodos dan por supuesto (se trata de modelos en certi
dumbre).

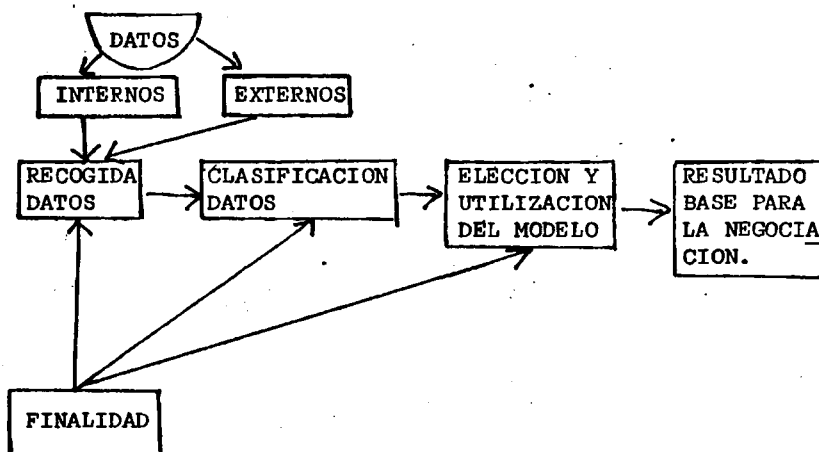
En cualquier caso no hay que olvidar que la finali
dad de toda valoración es la de fijar una base de partida cara a la posterior toma de la decisión, y que el valor ob
tenido no es un valor final, sino un precio a pagar por un comprador sensato, y cuya única motivación sea el benefi
cio que la empresa en cuestión pudiera aportarle como capí
talista.

Por otra parte no puede pensarse que la conclusión de un experto sobre el valor de una empresa concreta sea una cifra fija y absoluta, sino que la misión del técnico consiste en la fijación de unos límites, más o menos amplios, dentro de los cuales se estima está situado el valor de la empresa. No significa que la cifra que el experto proporcio
na tenga necesariamente que ser análoga al precio pagado, pe
ro debe servir como referencia, y más concretamente; debe in
formarnos acerca de esa diferencia más o menos grande, que en caso de ser positiva significará que hemos pagado una cierta cantidad de dinero (que es en lo que valoramos aquella particular finalidad por la cual compramos la empresa); en el caso caontrario, es decir, de que la diferencia sea nega
tiva, significará un beneficio a nuestro favor y en detri
mento de la persona que nos vende la empresa. Sirva un ejem
plo para aclarar estas últimas líneas: supongamos que el ex
perto aconseja pagar entre 20 y 25 millones por una determi

nada empresa y nosotros pagamos 27 dado que deseamos eliminar a aquel competidor; pues bien esos dos millones de diferencia serán el precio que hemos pagado por eliminar esa competencia.

Si procedemos a valorar por más de un método obtendremos una gama de valores que puede orientarnos sobre el valor de una empresa mucho más que si nos limitamos al empleo de un sólo método. Dicho de otra forma el empleo de varios métodos nos fijará un pasillo dentro del cual debemos de movernos en la negociación.

Como puede verse la misión del experto no consiste en dar una cifra como valor de la firma, sino fijar los límites inferior y superior dentro de los cuales debe moverse la negociación.



En cada caso concreto la valoración que se haga de

berá acercarse lo más posible a la utilidad actual que el bien en cuestión represente para su propietario. Esta utilidad incluye tanto la utilidad que el bien reporta en este momento, como la posible aparición de utilidades futuras debidamente actualizadas.

Como dice G. Riebold (1) los elementos a tener en cuenta en el proceso de decisión, cara a la fijación de un valor aceptable son: las necesidades o exigencias del momento frente a la posibilidad de espera; la probabilidad de una plusvalía frente al riesgo de una disminución del valor; la consecución de un beneficio continuado y asegurado frente a beneficio más inseguro pero quizá de mayor cuantía; las condiciones económicas generales, y las intenciones personales del cedente y las del propietario.

Aquí se encuentran recogidas la gran mayoría de las consideraciones que entran en juego en una negociación cara a la compra o venta de un determinado activo. Es fácil observar como su diversidad y amplitud convierten la negociación en tarea harto difícil y que las individualidades de cada caso hacen inútiles o inválidas cualquier tipo de reglas que pretendan tener una validez general.

Nosotros quisiéramos añadir a estos elementos la posibilidad de reconversión del activo concreto bien en liquidez, bien orientándolo hacia otra actividad; ya que esto aumenta su valor por la mayor atracción e interés de aquéllas inversiones que presentan esta característica. Resulta fácil

(1) Riebold, G. "Los métodos americanos de valoración de empresas". I.C.E., Madrid, 1.977. 32

comprender que cualquier individuo, independientemente de su finalidad, valorará mucho más un activo que en un determinado momento le resulte de fácil conversión en liquidez o reconversión hacia otro tipo de negocio, que otro activo que ofreciéndole la misma prestación de servicios, cara a su objetivo, no ofrezca esta posibilidad de reconversión ni de liquidez.

No hay que olvidar que cualquiera de los parámetros que estimamos en una evaluación -cualquiera que sea el método valorativo elegido- pese a su teórica apariencia de veracidad, no es en la práctica sino el fruto de la apreciación subjetiva del práctico que está realizando la valoración. Baste repetir aquí lo que ya dijimos con relación a la objetividad en los sistemas de medida en la Economía de la Empresa; no es posible, dada la especial naturaleza de los hechos económicos encontrar sistemas de medida totalmente libres de los juicios de valor o apreciaciones subjetivas de la persona que realiza la medición.

Aquí se nos presenta la tan consabida disociación entre el científico o teórico y el experto o práctico, entre quien elabora los modelos y quien los aplica.

Se hace preciso que la "ciencia experimental" trate de adaptar lo que la llamada "ciencia exacta" previamente ha elaborado.

Finalidad y Negociación.-

Dentro de la política de negociación (1), cara a la fijación del definitivo precio de venta o valor venal de una empresa, la finalidad del sujeto que valora se revela como elemento indispensable y de vital importancia.

Suele decirse que el comprador de una empresa compra el pasado de la misma, mientras que el vendedor lo que hace es ceder el futuro de la citada empresa. También se oye con cierta frecuencia justamente lo contrario. Independientemente de la opinión que al respecto se adopte la realidad es que el mayor interés suele estar en el futuro, y en la interpretación de éste (por sus especiales características) es problemática, por lo que la negociación se hace necesaria y las motivaciones e interpretaciones de las partes se nos muestran como lo más relevante en esta negociación.

El experto proporcionará, y fijará los límites de lo que se entiende por "precio justo" tal y como lo hemos definido en párrafos anteriores.

El comprador por su parte aceptará la valoración del experto, en tanto en cuanto quese aproxime, más o menos, a su concepción personal sobre el valor, que para él tiene la empresa. Sin dudar de la veracidad de la exactitud de

(1) Es preciso hacer notar que solamente en algunos casos tales como la compra-venta, ha lugar a una negociación, ya que en otros casos de valoración por motivos fiscales, etc., no existe negociación al no existir más que una parte.

los cálculos del experto, el comprador estimará sus propias ideas personales acerca de la utilidad que para él representa la compra de aquella empresa y esto en función de la finalidad que persiga con dicha adquisición.

Las finalidades del adquirente, ya que las del vendedor no tiene objeto estudiarlas, pueden ser de muy diversa índole y entre ellas destacan:

- La simple inversión financiera.
- La compra de una determinada "marca" o de un nombre comercial.
- La adquisición de un determinado avance tecnológico.
- La penetración en un determinado mercado.
- El aumento de nuestra participación en el mercado.
- Los deseos de concentración vertical u horizontal.
- La búsqueda de una dimensión óptima.
- Los deseos de eliminar a un competidor (y en este caso habría que distinguir entre la compra con idea de cerrar la firma y la compra pensando en la continuación del negocio).
- La compra con deseos de cambios en la actividad del negocio que se compra (por ejemplo para derruir el edificio y construir otro nuevo o para dedicarse a diferente actividad).
- Por último y sin pretender ser exhaustivo existen combinaciones de éstas y de otras motivaciones.

Como es lógico la finalidad de la valoración tendrá mayor o menor peso en el precio, en función de su importancia y de la opinión subjetiva del adquirente en cada caso concreto.

El comprador que pague una cantidad superior a la fijada por el experto, sabrá que este "suplemento" es lo que está pagando por la consecución de la finalidad particular que espera conseguir con su compra.

Por otra parte, el vendedor, tratará de forzar hacia arriba, en la medida de lo posible, el precio del objeto de la venta, y esto sobre todo en la medida en que existan más de un posible comprador, es decir, que existan diversas expectativas de venta. También hay que considerar que la fuerza del vendedor en la negociación dependerá no solamente del valor de lo que éste ofrece, sino también de la prisa o necesidad que tenga por vender. Un vendedor en quiebra o con urgente necesidad de dinero tendrá que aceptar forzosamente precios más bajos que quien no tenga urgente necesidad de vender. El vendedor en quiebra tendrá que aceptar cualquier precio que estén dispuestos a ofertarle por su objeto o activo que trata de poner en venta.

Como regla general puede afirmarse que cuando se está en la posición de vendedor, habrá que examinar si las expectativas de futuro son buenas o por el contrario inciertas o malas. En el primero de los casos el vendedor tratará de elegir métodos que valoren mucho el *good-will* (por ejemplo, el del valor en rendimiento), mientras que en los otros dos casos el método a escoger será uno de aquellos que tienen su peso específico centrado en el va-

sustancial (como por ejemplo, el procedimiento de Stuttgart).

En el caso de que nuestra posición sea la del comprador nuestras preferencias por uno u otro método serán justamente las inversas a las expuestas en el párrafo anterior.

Los límites en la negociación.-

La práctica en la negociación enseña como la forma más racional de proceder, consiste en la fijación de unas cantidades obtenidas en base a los diversos métodos. Estas cantidades deben servir para acotarnos lo máximo y lo mínimo que estemos dispuestos a pagar o cobrar por la empresa en cuestión (lógicamente, en el caso del vendedor no habrá precio máximo a cobrar).

Usualmente lo mínimo que pagaremos vendrá determinado por el llamado valor en caja de la empresa; el cual se fija mediante la adición al valor sustancial de los bienes orgánicos del valor de los bienes y/o servicios inorgánicos y restando de éste resultado el exigible.

Por el contrario lo máximo a pagar vendría determinado por el método del valor en rendimiento indirecto:

$$VG = VS + a \left(\frac{B}{I} - VS \right)$$

Siendo:

$$a = 1$$

VG = Valor global de la empresa.

VS = Valor sustancial de la empresa.

B/i = Beneficio anual descontado.

a $(B/i - VS)$ = Goodwill.

Dentro de estos límites será conveniente fijar valores y replantearnos la valoración, en el caso de que sean superados. Supongamos que somos compradores y que pensamos que el valor de la firma está entre 20 y 30 millones de pesetas, es preciso que fijemos valores intermedios, que en el caso de ser superados nos sirvan de llamada de atención, pues es posible que si los superamos, estamos pagando un precio demasiado alto por la empresa.

Otro aspecto que se nos revela como importante a la hora de fijar el precio de una empresa, es la exclusión del objeto de la negociación de todo aquello que sea ajeno a la finalidad concreta de la valoración. Así, por ejemplo, si pretendemos comprar una empresa para seguir produciendo con la misma, pero ésta se encuentra ubicada en el centro de una ciudad y los terrenos sobre los que se asienta son de gran valor; es necesario que saquemos de la valoración estos terrenos, y lo tratemos como problema aparte, puesto que en otro caso distorsionarían los resultados y sería muy difícil fijar criterios objetivos de valoración de la empresa en cuestión. El caso contrario se nos presenta cuando lo que nos interesa es el terreno, y la empresa en funcionamiento (teniendo en este caso que proceder justamente al contrario).

Creemos conveniente reseñar independientemente de los valores a los que se haya llegado a través de los distintos métodos de valoración de empresas, serán necesario

corregir éstos en función del tipo de estructura financiera que la empresa posea. Una buena financiación a largo plazo, a un tipo de interés bajo, etc... bien vale pagar un precio algo más elevado. Por el contrario, una mala financiación, a corto plazo, y cara, ha de ser una señal de advertencia que nos obligue a replantearnos la conveniencia o no de la compra de la empresa; o por lo menos debe servir para que presionemos hacia abajo en el precio.

Durante muchos años y a la vista de las diferencias entre los desarrollos teóricos en materia de valoración y los resultados de las negociaciones concretas era corriente leer en los tratados de valoración de empresas que "el valor objetivo obtenido a través de los métodos de valoración era solamente un elemento de carácter auxiliar para la determinación del precio de compra o venta". Es también corriente el encontrar referencias a que no es tarea de la teoría de la valoración el determinar el "precio" de la empresa como unidad (1).

No obstante a esto la moderna Teoría de la Decisión ha comenzado a tener en cuenta los procesos de formación en las diferentes decisiones y ha dado pie a lo que se ha convenido en llamar Teoría de la Negociación o "Bargaining Theory" de la que pudieran derivarse en un futuro próximo serios estudios acerca de la formación de los precios en una valoración, cara a la enajenación de una empresa o de una parte de la misma.

(1) En este sentido cabe citar a Busse Von Colbe, K. Hak, Viel, Bredt y Renard, entre otros.

Vamos a recoger a continuación de forma esquemática los trabajos del profesor Gunter Sieben sobre esta materia que fueron excelentemente expuestos y ampliados por Gunter Jaensch en su obra "Valoración de la empresa" (1).

Para estos autores se hace necesario superar los planteamientos acerca de los límites de la negociación basados en criterios puramente subjetivos, para tratar de darles un contenido más sistemático y real.

Hablaremos de límites originales y de límites efectivos, mostrando como los primeros (basados en la valoración subjetiva) no corresponden a la realidad, por lo que se hace precisa la elaboración de los segundos.

En una primera aproximación (límites originales) bien pudiera decirse que tanto el comprador como el vendedor valoran la empresa en cuestión de una forma subjetiva, y en la medida del beneficio que esperan que ésta les produzca. Es claro que el comprador no estará dispuesto a pagar por una empresa una cantidad de dinero superior a la que él espera obtener mediante la compra, y posterior utilización, de aquella empresa. De modo similar el vendedor de dicha empresa trataría siempre de obtener al menos un montante de dinero que fuese equivalente al valor global subjetivo que él adjudica a la empresa en cuestión, puesto que de aceptar un precio inferior estaría sufriendo una pérdida de capital.

Visto de esta forma el problema, tendríamos que en

(1) Jaensch, Gunter... op. cit. 169 y ss

el supuesto de que el valor global subjetivo del comprador (V_c) sea mayor que el del vendedor (V_v), el límite de la negociación estaría entre V_c y V_v , ya que cualquier valoración por encima de estos límites sería rechazada por el comprador, y de igual manera lo sería por el vendedor cualquier valor que no alcanzase el mínimo por el estimado.

Hasta aquí el planteamiento tradicional en el que el valor subjetivo se nos presenta, no sólo como un dato en la negociación, sino también como elemento de determinación de los límites de la valoración.

Ya en los primeros planteamientos de este trabajo y al hablar del valor en los clásicos veíamos cómo el valor de un bien, no puede ser nunca superior al precio que en el mercado tuviere otro similar, pues en caso contrario bastaría con adquirir este segundo bien. Pues bien, éste va a ser el punto de partida para fijar nuevos límites a la negociación del precio en una empresa.

Afirma en esta línea el profesor Sieben que cualquier comprador de una empresa debe tener siempre presente la posibilidad de desechar la compra de la misma y construir otra nueva que le proporcione idénticas prestaciones. Pues bien, con similar argumentación a la expuesta en el párrafo anterior no queda más remedio que admitir, que se hace necesaria la comparación de los rendimientos de esta nueva alternativa con los de la anterior, para estimar el límite racional superior del precio de la empresa en cuestión. Dicho de otra forma: el valor capital de la nueva alternativa, junto con el valor en rendimiento de la antigua, nos da

rán el límite efectivo superior del precio de compra.

Cuando un inversor adquiere una empresa, es porque espera obtener un valor Capital, más o menos cuantioso, debido a la diferencia entre su estimación subjetiva (U_c) del valor de la misma y el precio pagado por ella. Al ser el precio una magnitud desconocida el inversor tratará por todos los medios de conocer cuál sería el valor capital que él obtendría con una inversión similar (consistente en construir una nueva empresa). Resulta obvio que tras este cálculo basado en la teoría de la inversión, el comprador no estará dispuesto a pagar una cantidad que haga su valor capital inferior al de esta nueva inversión. Matemáticamente tendríamos que:

$$V K_A = U_c - P$$

$$V K_B \leq V K_A \text{ min.}$$

$$U_c - P \geq V K_A \text{ min.} = V K_B$$

$$P \text{ máx.} = U_c - V K_B$$

siendo:

$V K_A$ = Valor Capital de la antigua fábrica.

$V K_B$ = Valor Capital de la nueva fábrica.

U_c = Valor global subjetivo del comprador.

P = Precio de la compra.

Vemos pues como el valor global subjetivo que el comprador adjudica a la empresa, sirve de base para la negociación, pero no constituye de ninguna manera el límite

superior a pagar en la misma; ya que es una magnitud relativa.

Trataremos de demostrar como juntamente con las ventajas absolutas que el comprador estime, se hace preciso el análisis de las ventajas relativas.

En primer lugar, será preciso hacer una ampliación de lo expuesto en párrafos anteriores, ya que de la misma manera, que el inversor no pagará un precio, que haga el valor capital obtenido inferior al que conseguiría construyendo una nueva empresa; igualmente considerará la posibilidad de emplear su dinero en otra inversión (C) cualquiera, así tendremos que:

$$C \leq U_c - P$$

Supongamos (a efectos de simplificación) que solamente existe una posibilidad de inversión. Si designamos como B_c el beneficio del comprador, tendremos que, lo que él buscará es que la diferencia entre el valor subjetivo global por él estimado y el precio a pagar (o sea, el beneficio) sea máximo.

Si este comprador no tuviera o no conociera ninguna alternativa posible en la que invertir su dinero, el valor subjetivo global de la empresa por él calculado se convierte en el límite superior que estaría dispuesto a pagar. Pues por encima de este precio estimaría que tenía pérdidas, así,

$$\begin{aligned} Q_c &= U_c - P \rightarrow \text{máx.} \\ P &\leq V_c \rightarrow Q_c \geq 0 \end{aligned}$$

Pero supongamos que frente a esta compra cuyo valor subjetivo (1) estima por ejemplo en 400.000 pts., el comprador puede invertir en otro negocio 200.000 pts., con un valor esperado de 300.000 pts. En este caso el precio máximo a pagar por la empresa estaría en 300.000 pts. ya que racionalmente nadie compraría en esas circunstancias, a un precio superior, y esto debido a que todo lo que excediera de 150.000 pts. (400.000 - 100.000) supondría dejar de ganar por no haber escogido la otra inversión. Así tenemos:

$$P \text{ máx.} = V_k - J$$

siendo, J = al beneficio esperado o Valor Capital de la otra inversión.

Matemáticamente tendríamos que:

$$Q_c = V_c - P \rightarrow \text{máx.}$$

$$J = B_c \text{ min.}$$

$$J = V_c - P \text{ máx.}$$

$$P \text{ máx} = V_c - J$$

Similar razonamiento haríamos cuando la única posibilidad de inversión consistiera en la colocación del dinero a un determinado tipo de interés; siendo el montante de los intereses el importe a deducir, en este caso, del valor subjetivo global de la empresa, para determinar así el precio máximo a pagar.

En el caso de que exista la posibilidad de inversión alternativa fraccionada, es claro que el comprador só lo aceptará precios que maximicen su beneficio global. Ya que de otro modo invertiría todo su dinero en la nueva inversión alternativa.

De modo similar procederíamos en el caso de que existieran varias alternativas de inversión, por medio de un sencillo modelo de programación lineal (1).

Pasemos ahora al vendedor potencial. ¿Será el valor subjetivo global que él estime el límite inferior de precio que acepte?, o por el contrario, ¿existirán circunstancias que le obliguen a cambiar de opinión?

La realidad es que existen dos tipos de circunstancias que suelen obligar al vendedor a la fijación de otros límites.

La primera de ellas es la necesidad forzosa de vender. Por ejemplo, en el caso de sufrir una fuerte tensión de liquidez. En este caso entramos en lo que hemos denominado "valor de liquidación" y el único límite efectivo al precio de venta lo determina el importe necesario para cubrir los motivos que obligan a la venta.

En el caso de que no exista otra posibilidad de superar el evento que nos obliga a vender, el precio a aceptar será aquél que suponga, sobre el valor subjetivo global

(1) Este problema ha sido tratado de forma exhaustiva por los teóricos de la Teoría de la Inversión.

por nosotros estimado, una pérdida menor o igual a la que tendríamos en el caso de no vender. Si por el contrario hubiese posibilidad de acudir a un préstamo o a otro tipo de solución, aceptaríamos una disminución en el valor subjetivo global esperado que fuese inferior, o como máximo igual, a la pérdida o gasto que nos ocasionaría la otra alternativa.

Resulta claro que en casos extremos como una quiebra, no existe límite alguno, siendo necesaria la venta al mayor precio que nos oferten, pero sin fijación de límites.

El otro caso en el que el límite efectivo del ven-dedor no coincide con el valor subjetivo global, por él calculado, se debe a la posibilidad de empleo rentable de los medios líquidos conseguidos mediante la venta. Aquí entra-rán en juego las nuevas oportunidades de inversión, su rentabilidad, el montante necesario para acometer las mismas, etc...

Supongamos que el vendedor potencial necesita una cantidad fija para invertir, en este caso no aceptará un precio inferior ya que el montante obtenido no le daría opción a entrar en el nuevo negocio.

En estos casos de alternativas de inversión para el vendedor, puede afirmarse de forma general, que éste aceptará bajar el precio por debajo del valor global subjetivo que él estime para su empresa, en la medida que espe-re compensar esta baja o pérdida con lo que obtendrá en la nueva inversión.

Hemos visto cómo los límites de negociación exigen un replanteamiento en cada caso particular, y cómo el valor subjetivo global estimado por cada una de las partes no siempre actuará como límite en la negociación. Cerramos este epígrafe diciendo que estas nuevas teorías obligan a una amplia remodelación de lo que se ha venido denominando la negociación en la compra de una empresa.

La negociación.-

Muy pocas cosas son las que puede decirse acerca de la negociación en sí, así como de su conclusión, es decir: del precio definitivo a pagar.

En la mayoría de los casos nos encontramos con la casuística particular, de la que difícilmente pueden sacarse conclusiones que puedan defenderse con pretensiones de validez general.

Lo más importante sería el recordar como los principales elementos (excepción hecha del valor intrínseco del bien) que influyen en la negociación son: la aptitud personal y habilidad de los negociadores; la información de que dispongan; su aversión al riesgo y por último las posibilidades de empleos alternativos del dinero y la necesidad de vender (en el caso del vendedor).

Es importante contemplar las "posibilidades secundarias" como las denomina Jaensch (1) determinan la aptitud

(1) Jaensch..... op. cit. 130

de las partes a hacer concesiones. Si existen otras alternativas de inversión el comprador no estará tan dispuesto a ceder con respecto al precio, como si sólo tuviese esta oportunidad. Lo mismo ocurrirá con el vendedor, según exista uno o más posibles compradores.

El grado de información de que dispongan las partes determina, en buena medida, su firmeza en la negociación, ya que es muy diferente negociar con un alto margen de riesgo que "sabiendo sobre lo que se pisa". Pero la información puede tanto inclinar la negociación en un sentido como en el otro, ya que por ejemplo si el vendedor al aumentar su información, supiera que el potencial comprador tiene otras "posibilidades secundarias", probablemente aflojaría su presión sobre él y estaría dispuesto a hacer concesiones.

Desde el punto de vista teórico se han hecho varios intentos en orden a tratar de penetrar en el complicado campo de la negociación, pero la enorme cantidad de circunstancias y motivaciones existentes dificultan grandemente la tarea.

Los intentos en este campo se han orientado en dos direcciones: por un lado están los intentos que han tratado de construir una teoría sobre la formación del precio en la negociación, a partir de las motivaciones individuales. La segunda dirección es la que trata de ver la formación del precio sobre la base de un acuerdo racional colectivo.

Entre las primeras soluciones destaca el llamado mo

delo de Pen (1) que considera la pérdida en que incurren las partes cuando no llegan a un acuerdo y el beneficio que obtienen al aceptar la oferta contraria.

En la otra línea hay que destacar los trabajos de Von Neuman y Morgenstern (2) acerca de los llamados juegos bipersonales de suma cero y de los juegos cooperativos; así como los trabajos de John Nash publicados en la revista "Econométrica"; trabajos en los que la solución adoptada no es descriptiva sino normativa, esto es, prescinde de las partes y da un precio que él denomina "justo" por entender que es el que estimaría un arbitro imparcial.

(1) Pen, J. A general Theory of Bargaining, A.E.R., 1.952.

(2) Von Neuman y Morgenstern "Theory of Games and Economic Behavior" Princeton University Press, Princeton, 1944.

LA VALORACION BURSATIL:

1.- LA VALORACION DE ACCIONES.

**2.- LA POLITICA DE DIVIDENDOS Y
EL VALOR DE LA FIRMA.**

LA VALORACION DE ACCIONES.-

El crecimiento de las empresas y el fenómeno de la masificación (en todos los órdenes y a todos los niveles), así como la creciente industrialización (1) llevó a la Empresa a la necesidad de mayores cantidades de Capital; Capital que por otro lado no era posible conseguir acudiendo a las fuentes de financiación tradicionales.

La búsqueda de estas grandes masas de capital llevó a la empresa (en especial a la de tipo industrial), a ofrecer fórmulas de inversión que resultasen más atractivas a los posibles futuros inversionistas.

Se precisaba de una parte que también aquellas personas cuya capacidad de ahorro era pequeña, y que hasta el momento habían estado alejadas del negocio industrial (precisamente por la escasa cuantía de su ahorro), pudieran participar de este tipo de negocio a través de reducidas aportaciones de numerario.

Por otra parte era preciso ofrecer a los potenciales inversionistas, la mayor liquidez posible para su inversión, ya que de otro modo, numerosas personas se retraerían ante este tipo de canalización de su ahorro, puesto que en el caso, harto probable, de que necesitasen recon-

(1) Sobre este punto se puede consultar la obra de Lainé y Perroux "La Empresa y la Economía en el Siglo XX". Deusto, Bilbao, 1.970.

vertir su ahorro (ahora invertido) en numerario, las fórmulas vigentes de transmisión de la propiedad industrial eran excesivamente complejas, como para facilitar, al inversor necesitado de numerario, una liquidez inmediata de su inversión.

Otro de los motivos que retraían al pequeño inversor y también, aunque en menor medida, al grande, eran las responsabilidades en las que incurrían, caso de participar como propietarios en los avatares y riesgos del negocio empresarial, y que en el caso de quiebra podría ésta afectar a la totalidad de su patrimonio (no sólo a la parte del mismo invertida en ese negocio), ya que la responsabilidad era ilimitada.

Pues bien para concluir es preciso decir, que el legislador, recogiendo las necesidades sociales del momento, creó una nueva fórmula jurídica de asociación mercantil, llamada Sociedad Anónima, en la que se recogieron las necesidades anteriormente expuestas, articulándose las soluciones a las mismas en tres principios fundamentales que a continuación se exponen.

En primer lugar se crean unos órganos de gestión diferentes a los anteriores, distinguiéndose claramente entre propietarios y gerentes o empresarios. La propiedad de la Empresa va a dejar de ser quien toma las decisiones que afectan a la marcha de la empresa, limitándose a ejercer un control a través de la figura del consejo de administración y reservándose solamente aquellas decisiones que por

su naturaleza afecten a la existencia misma de la Empresa. Esta es una exigencia de la atomización de la propiedad, que a su vez es fruto de la división de la propiedad (del Capital Social) en múltiples partes.

En segundo lugar se establece el principio de la Responsabilidad limitada a la aportación patrimonial de cada uno de los socios; lo que conlleva una serie de exigencias jurídicas en orden a garantizar los derechos de terceros que de buena fe contraten con la empresa (en este caso Sociedad anónima). En esta línea hay que citar las obligaciones de publicidad, presentación de cuentas, etc. ...⁽¹⁾.

Por último y en tercer lugar se establece la partición del Capital Social en partes alicuotas llamadas acciones.

(La Acción es la fórmula que ha permitido la atomización de la propiedad industrial, así como el acceso de los pequeños ahorradores al negocio empresarial.

La Acción es un título Valor ⁽²⁾; significando esto ⁽³⁾ que la relación entre el documento (acción) y el derecho documentado en el mismo es tal que, independientemente de que el nacimiento del derecho haya ido ligado o

(1) Véase Ley de Sociedades Anónimas.

(2) Es un título de crédito que se define como "documento necesario para ejercitar un derecho natural y autónomo, expresado en el mismo".

(3) Véase Artaza, I. Apuntes de Derecho Mercantil, V. Deusto, Bilbao, 1.972.

no a la creación del título, el ejercicio del derecho va indisolublemente unido a éste.

Las características principales de este tipo de títulos son: la incorporación del derecho al título, la legitimación del derecho por la mera posesión del título, la literalidad del derecho que viene definida y limitada por lo escrito en el título cuando es perfecta, y por los estatutos-casos de las acciones- cuando es imperfecta o de segundo grado. Por último cabe añadir, que los títulos valores son títulos que gozan de autonomía, esto es que cada nuevo adquirente del documento obtiene un derecho pro . pio y autónomo. Su adquisición es una adquisición origina ria y no derivativa, por eso no pueden oponérsele las excepciones personales que se tuvieran contra el anterior poseedor.

Los valores mobiliarios se diferencian del resto de los títulos-valores en algunas peculiaridades que es pre ciso exponer:

1º.- Las acciones son emitidas en masa; no Vg. como en el caso de una letra de cambio que es un documento individual y diferente de otra letra cualquiera.

2º.- Los derechos de todas las acciones son idénti cos.

3º.- La transmisión de los valores mobiliarios es más rápida y eficaz que la del resto de los

títulos valores ya que éstos, a tenor de lo dispuesto en el Código Civil, se transmiten por transferencia, por endoso o a la orden se gún al tipo al que pertenezcan, mientras que la acción tiene mecanismos especiales de transmisión que más adelante citaremos.

Las acciones, para terminar esta introducción que si bien puede considerarse prolija, creemos necesaria para poder analizar en profundidad en los capítulos posteriores la valoración de las acciones, son partes sociales de un patrimonio materialmente representadas en un título trans-misible y negociable.

Las acciones expresan la cualidad de socio y dan derecho a (1):

- a) Participar en el reparto de las ganancias sociales.
- b) Participar en el reparto del Patrimonio resultante de la liquidación.
- c) Derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones.
- d) Derecho a voto en las Juntas Generales.

Todo lo anteriormente expuesto nos lleva a concluir que las acciones representan el patrimonio social de la em

(1) R. Sastre en Fdz. Amatriain. La bolsa. Deusto Bilbao, 1.974. 77 y ss.

presa y su identidad con el mismo en total.

LA ACCION, LA EMPRESA Y EL MERCADO DE VALORES.

La liquidez de las acciones aumenta grandemente con la facilidad que supuso (y supone en la actualidad) para su transmisión esa institución que es la Bolsa o mercado de Valores.

El mercado bursátil como tal, supone, para nosotros, dos importantes aspectos que inciden profundamente en la valoración de las acciones y por tanto de las empresas de las que aquellas son expresión.

La primera de ellas es la aparición de un valor de mercado claro y conciso para las acciones al que llamamos tipo de cambio o cotización bursátil.

La segunda es la divergencia existente, en gran número de ocasiones, entre el valor real de la empresa y su valor o cotización en el mercado de valores.

Cabría añadir por último, que el mercado de valores es especialmente sensible (como veremos más adelante) a las decisiones de Política Financiera de la Empresa (Política de Dividendos, Ampliaciones de Capital, etc...). Así mismo las cotizaciones son afectadas en gran medida por los cambios económico-políticos del momento.

Todo lo anteriormente expuesto, nos lleva a considerar las acciones y su valoración bursátil como elementos

indispensables a la hora de valorar, bien empresas en su totalidad, bien paquetes de acciones de las mismas.

La valoración de las acciones puede hacerse con diferentes objetivos o finalidades ya que del valor de las mismas se han ocupado tanto los asesores o analistas de valores mobiliarios (1), como los contables y los científicos de la Dirección de Empresas (especialmente en las fusiones, cesiones de paquetes de acciones, concentraciones de empresas, etc....).

Por último quienes con más profundidad se han preocupado por el tema, han sido los teóricos de la moderna Administración Financiera (2), los que al definir (3) el objetivo de la función financiera como la búsqueda de la maximización del valor de los derechos de los accionistas, esto es, la maximización del valor de las acciones, (4) han replanteado el tema de la valoración de las acciones añadiendo nuevos e importantes análisis del tema en cuestión.

Vamos, pues, a analizar en este capítulo todos estos análisis que de la valoración de las acciones se han hecho, y se hacen, por los diferentes grupos de investigadores del campo de la Economía de la Empresa que se ocupan del tema.

(1) CIAF Benalmádena.

(2) Mao, Van Horne...

(3) Mao, J. Analisis Financiero. Ateneo, Buenos Aires, 1.974 p. 34 ss.

(4) Ver Suárez Suárez, Andrés. Decisiones óptimas de Inversión y Financiación. Pirámide, Madrid, 1.976. p. 31 y ss.

La Valoración de las Acciones.

Como ya hemos dicho vamos a tratar el tema de la Valoración de las Acciones de forma similar a como hemos tratado, en capítulos anteriores, el tema de la valoración de la Empresa en general, esto es, partiendo de las bases o criterios en los que se puede apoyar esta valoración y que vendrán dados por los diferentes estados, datos o situaciones en los que se refleja el valor (Balances, valor material o sustancial, beneficios generados o esperados, etc...) para pasar después a los diferentes métodos de valoración que en la práctica se emplean y que por lo general no son, sino combinación de los diferentes criterios (y su diferencia se encontrará que se dé a algunos de los criterios.

Los criterios en los que se basa la valoración de las acciones.

Antes de comenzar con éstos es preciso hacer dos observaciones de carácter general.

La primera de ellas es que la finalidad de la valoración condiciona, como ya se ha expuesto repetidamente en este trabajo, los criterios y métodos a utilizar en la misma, por lo que es preciso matizar aquí (1) cuáles son los principales fines que se contemplan de modo general en los criterios más fundamentales de valoración de acciones. Di-

(1) Bien entendido que hablamos de finalidades de carácter general y no de esa finalidad subjetiva que siempre va inmersa en cada caso particular de valoración y que condiciona la misma.

chas finalidades son fundamentalmente: 1) la valoración de las acciones con fines de inversión (en esta finalidad se encuadran la gran mayoría de los criterios y métodos que los analistas de valores mobiliarios utilizan), y 2) La segunda finalidad bien pudiera concretarse en las valoraciones cara a operaciones financieras concretas (éste sería el campo tanto de los contables como de los analistas financieros) y el principal objetivo sería, en este caso, el reparto de las "ventajas" entre los diferentes participantes en la operación.

Por otro lado las operaciones a las que nos referimos en el párrafo anterior tienen la particularidad de que en algunos casos, tales como las fusiones de empresas, la operación concreta incorpora valor al bien en cuestión. Así, por ejemplo, dos empresas que se fusionan pueden aprovecharse de ventajas tales como las economías de escala, con lo que el valor de ambas aumenta gracias a la unión.

Mención aparte merece el caso de las valoraciones de acciones como exponente del objetivo de la moderna gestión financiera (1) y que como veremos se concretan en las opiniones de cuatro grandes grupos de teóricos de la financiación que basan el valor de la empresa en: 1) los dividendos de la empresa, 2) las ganancias de la empresa, 3) las oportunidades de inversión futuras y 4) los flujos de caja esperados. Todas estas teorías o enfoques tienen una

serie de características comunes, las cuales han llevado a prestigiosos autores a considerar la semejanza entre las mismas, y a hablar de lo que Modigliani y Miller han denominado "La ecuación General de la valoración".

CRITERIOS DE VALORACION DE ACCIONES.-

Valor Contable y Financiación propia.-

Un primer criterio en el que se puede basar la valoración de acciones, bien puede ser el de considerar a éste igual al valor de los capitales propios (de los accionistas) utilizados en la empresa. Este criterio como se ve claramente, y ya se expuso anteriormente en este trabajo, tiene el gran inconveniente de la mayor o menor fiabilidad de los datos del balance. Estos datos pueden estar infra o supervalorados, como es bien sabido, por lo que se hace necesario el efectuar las oportunas correcciones en los datos que la contabilidad nos proporcione.

La otra forma de calcular este valor contable es a través de los activos de la empresa, restándoles aquellos que son ficticios, así como las deudas que la empresa haya contraído; así: $FP = AT - AF - RA$

Este criterio, que ya se estudió en capítulos anteriores, tiene como principales inconvenientes, la dudosa fiabilidad de los datos contables, y la no consideración de los beneficios de la empresa. En su favor hay que decir, que esta forma de calcular el valor de la firma, puede ser de especial utilidad en casos de gran incertidumbre sobre

el futuro de la empresa, y que muchas veces puede ser el único elemento objetivo de juicio que se posee; por lo que su empleo resulta obligado.

En general, y como decimos de los demás criterios, su uso resulta aconsejable en combinación con los demás, y buscando la adecuada ponderación de los mismos, de acuerdo con las circunstancias de cada valoración concreta.

EL METODO DE LA CAPITALIZACION BURSÁTIL.-

La más sencilla fórmula de valoración de acciones consiste en la capitalización bursátil de éstas, así, un título vale lo que su cotización en bolsa, ya que teóricamente el cambio bursátil representa, en un mercado perfecto, el valor actual de los beneficios futuros que de ese título se esperan, o al menos una parte de ellos, esto es, los dividendos o porción del beneficio que se repartirá entre los accionistas.

Según este método el valor bursátil (V_b) también llamado capitalización bursátil será igual a: $V_b = n.C$

Siendo n el número de títulos en circulación y C el cambio bursátil o cotización en el momento actual.

Ya hemos hablado anteriormente de lo irrelevante de este método (al hablar del criterio en el cual se inspira) y como en la mayoría de los casos (máxime en nuestro estrecho mercado) el tipo de cambio, recoge más la situación actual del mercado que una apreciación razonada sobre la marcha de la empresa y sus expectativas de futuro.

A veces la utilización del método de la capitaliza

ción bursátil resulta interesante (1) en cuanto que en una operación de Take-over-bid o de fusión marca el límite por debajo del cual suele ser imposible bajar, ya que ningún oferente aceptará un precio inferior a la cotización bursátil, o al menos esto es lo corriente (2).

Como ya se expuso al hablar del criterio que inspira este método, puede tener cierta utilidad, su utilización en el aspecto histórico (para el cálculo de tendencias, etc...).

Cabe por último decir, que la principal utilidad del mismo, radica en su combinación con otros métodos. Por otro lado dicha utilidad es enormemente variable en función del mercado en el que cotece la acción y de la coyuntura económica general en el momento de la valoración.

EL METODO DE LA CAPITALIZACION DE BENEFICIOS

Este método deriva del anterior y consiste en valorar la acción a través de la capitalización de los beneficios que ésta genere.

Consiste en multiplicar el beneficio por acción por el coeficiente o tanto de capitalización considerado como

(1) Larcier y Vuyst, op. cit. p. 325

(2) Podría darse el caso de oferentes que bajasen de este límite a cambio de otras ventajas como mejora de una muy deficiente liquidez u otras de características similares.

normal (1).

Dos problemas presenta este método, siendo el primero de ellos el determinar la elección de la magnitud a capitalizar, pudiendo ser ésta bien el cash-flow generado, bien el beneficio o el dividendo repartido.

Como es lógico dada una de estas magnitudes nos dará un valor de la acción diferente ya que normalmente

CF	Beneficio	Dividendo.
----	-----------	------------

No es posible establecer preferencias entre cada una de estas tres magnitudes ya que la elección de una u otra vendrá condicionada por la finalidad de la valoración y las circunstancias concretas a estudiar.

El problema pierde parte de su relevancia cuando la valoración se hace con objeto de comparar varios tipos de acciones diferentes, recayendo ahora la importancia en que la magnitud a capitalizar sea la misma en todos los casos (independientemente de cual sea).

Otro problema que presenta este método es el de ¿cuál debe ser el beneficio estimado (y consecuentemente capitalizado)? ¿El del último año? ¿La media de los últimos años? Parece más lógico inclinarse por algún tipo de promedio aunque, como es lógico, habrá que atenerse al ca-

(1) Este dependerá de una serie de factores, tales como los expuestos anteriormente al hablar de la problemática del tipo de interés.

so concreto y examinar la estabilidad del Beneficio, así como las expectativas del futuro del mismo (1).

La fórmula matemática que nos daría el valor de la acción bien pudiera ser de la forma siguiente:

$$V = \frac{A}{r} \quad (2)$$

Siendo 'V' el valor de la acción; 'A' el Cash-flow, Beneficio o dividendo, y 'r' el tanto de Capitalización.

EL METODO DEL MULTIPLICADOR

Intimamente ligado con el método de la capitalización del beneficio se encuentra el más usual, y que a veces suele confundirse con aquel, de la utilización de un multiplicador.

Pourbaix (3) afirma que el motivo del empleo de un multiplicador se encuentra en un intento de corregir la infra o supervaloración que el cambio Bursátil supone con

(1) Problema aparte es la cantidad y calidad de la información disponible.

(2) Esto en el supuesto que el beneficio se genera durante infinitos periodos, puesto que en otro caso la fórmula sería de la forma:

$$V = A_1/(1+r) + A_2/(1+r)^2 + A_3/(1+r)^3 + \dots + A_n/(1+r)^n$$

(3) Pourbaix, Valoración de empresas. Op. cit. 173, u.

respecto al valor real de la acción. En realidad, se trata de estimar el valor real de las acciones de una sociedad mediante el producto del Beneficio o dividendo medio (x) por un multiplicador predeterminado que más adelante analizaremos.

Este método tiene las mismas limitaciones e inconvenientes que el de la capitalización del beneficio, por lo que nos limitaremos a citarlos. Así, existe gran discusión acerca de cual debe ser la magnitud a multiplicar (Beneficio neto, cash-flow, dividendos repartidos, etc...) y sobre cual ~~de~~ ser el multiplicador a emplear.

El multiplicador más empleado es el que corresponde a la división del tipo de cambio por el beneficio neto, y al que se suele llamar o conocer corrientemente, como el Price Earnings Ratio (PER), y que corresponde a la inversa del tipo de beneficio. Así, para un tipo de Beneficio del 9% el multiplicador sería igual a $1/0,09$, esto es, al 11,11 que corresponde a la división del cambio por el beneficio neto, se trata, en este caso, de un razonamiento similar al del Pay-Back (1) o período de recuperación, pues consiste en ver el número de veces que el beneficio se encuentra contenido en el precio de la acción o dicho de otro modo, nos indica el número de años que necesitamos para cubrir el valor de la acción (Cambio) con los resultados esperados.

(1) Método de evaluación de inversiones, también llamado del período de recuperación o Pay Out Time en el que $PB = \text{Inversión} / \text{Cash-flow anual}$.

Los multiplicadores más empleados son el P/E o relación precio/Beneficio y el P/CE o relación precio/cash-flow (o cash-earning). Por otra parte ambos multiplicadores tienen el mismo significado y las preferencias en uno u otro sentido tienen su explicación en la facilidad mayor o menor para calcular cada uno de ellos.

El calcular el P/E se enfrenta con la política de muchas sociedades, de destinar una parte de los beneficios a reservas (1) o a amortizaciones suplementarias (2), lo cual dificulta en gran medida el cálculo del beneficio total en base a las informaciones publicadas. Es por esto que los analistas financieros han ideado el concepto del cash-earning. Bajo este vocablo los analistas de valores americanos, calculan un "beneficio" que no es el usual, sino que consiste en un beneficio bruto menos impuestos, o dicho de otro modo, un beneficio neto más amortizaciones del período (llamado cash-flow por algunos autores) (3). Este método permite hacer más homogéneos los datos de las diferentes sociedades, al eliminar la problemática de la asignación de amortizaciones que pueden ser excesivas o insuficientes según la Política financiera de la sociedad en el momento concreto.

Es de considerar, que una empresa puede Vg. repar-

(1) Con frecuencia en filiales no consolidadas.

(2) ~~Así~~ Vg. las disposiciones del PGC español sobre amortizaciones aceleradas.

(3) Aunque el significado de este término está, cuando menos, discutido, sobre este particular se puede consultar la obra de P. Rivero Torre, Cash-Flow, APD, Madrid, 1.978.

tir un dividendo superior a su beneficio neto, debido al desahogo de tesorería que la proporcionan unas amortizaciones excesivas (1).

En Europa es más usual la utilización del multiplcador P/CE (P/CF) (excepto en las empresas de seguros y en las entidades bancarias donde como es obvio no se justificaría tal empleo).

Supuesta la utilización de un determinado multiplcador, el problema estriba en el cálculo del mismo, ya que ¿hay que utilizar el P/E (o el P/CE) medio del sector? u otro que se calcule de forma más compleja Vg. ponderando los coeficientes históricos?.

Las grandes diferencias entre los P/E (o P/CE) de las diversas empresas de un sector (2) son a menudo tan dis pares, que su media está deprovista de todo valor, (así lo explican y ejemplifican Larcier y Vuyst).

Algunas veces se ha tratado de calcular el multiplcador en base a los datos pasados y futuros, tratando de determinar "cuál debería ser" el valor del mismo, esto según Larcier y Vuyst se justifica a veces en los períodos de gran depresión y en el caso de que una sociedad desee adquirir otra cuya rentabilidad considera que puede mejorar

(1) Larcier y Vuyst. Op. cit. p. 306

(2) Larcier y Vuyst. Op. cit. p. 307, ss.

sensiblemente (1).

Es de especial importancia, que en cada caso concreto se compare previamente el multiplicador a aplicar con el de la empresa en concreto, y se ajuste aquel en la medida en que sea diferente de éste, ya que si por ejemplo el P/E de la empresa es netamente superior al del sector en el que opera, difícilmente podrá seguir manteniéndose éste. Por el contrario, un margen excesivamente bajo de beneficios puede acompañarse de un multiplicador más elevado, por existir fundadas esperanzas de que este beneficio debe aumentar en períodos más o menos lejanos.

En algunas ocasiones, el multiplicador empleado, no es tanto fruto de una reflexión acerca del sector o de los datos históricos como, de una decisión subjetiva acerca de la evolución futura que se espera de dicho valor. En otros casos, se trata de un límite máximo que estimamos debe pagarse por dicho valor. (2).

Supuesto un multiplicador dado, problema aparte es el determinar cual es -valga la redundancia- la magnitud a multiplicar por el multiplicador, pues, como en el caso de la capitalización del beneficio, podemos utilizar distintos valores que van desde el Cash-flow a los dividendos pasando por el beneficio neto. Es de citar la fórmula

-
- (1) Como ya se ha visto en otro apartado de este trabajo, la valoración en caso de fusiones o absorciones, es objeto de especial estudio cuando se considera que la unión supone un incremento del valor de alguna de las partes.
 - (2) Cuando Vg: un analista financiero decide comprar valores cuyo P/E sea superior a una cota predeterminada.

de Graham & Dood (1) los cuales aceptan, que como término medio se distribuye un tercio de los beneficios y partiendo de esta hipótesis dan como válida la siguiente fórmula, para valores que no presenten un crecimiento particular altamente desviado de la media del sector.

Dicha fórmula es:

$$V = m. \left(d + \frac{e}{3} \right), \quad \text{donde:}$$

V = valor a estimar.

m = coeficiente variable para cada sector y calculado con ayuda de una media.

d = dividendo distribuido.

e = beneficios estimados de la sociedad (normalizados).

Esta fórmula no se aplica a todos los títulos, en especial a los "Growth stocks", ni a aquellos valores que se desvían especialmente de la media del sector.

En Europa no ha sido especialmente utilizada esta fórmula (no así en América) pues el cálculo se hace extremadamente difícil, dada la escasa fiabilidad de las informaciones publicadas, así como su notable insuficiencia. Hay que añadir que la correlación entre cambios y resultados no es tan clara como en los "stocks echanges" americanos (2).

(1) Graham & Dood en "Security Analysis", op. cit. 480 y ss.

(2) Bolsas de valores de los EE.UU.

Un problema más a considerar es el que señala Pourbaix en cuanto que, dado un multiplicador que se calcule como media de los multiplicadores del sector en un momento dado, éste va a ser aplicado a beneficios futuros, por lo que este multiplicador, en buena lógica, debiera adaptarse en alguna forma. La forma en que el multiplicador y los Beneficios futuros se homogeneizan, es a través del tipo de crecimiento, que sirva para corregir el multiplicador estimado.

Como fórmula general de este método bien se puede proponer la siguiente:

$$V = m \cdot (A), \quad \text{siendo:}$$

V = valor a estimar.

m = multiplicador (corregido o no).

A = Beneficios de la sociedad (CF, Beneficio neto, dividendos, etc....).

EL METODO DE LAS TABLAS DE VALORACION

Algunos autores han acudido a métodos de valoración bursátil más sofisticados, así cabe citar como uno de los primeros intentos las tablas de Samuel Elliot Guild (1) que desde 1951 son utilizadas para la valoración de empresas con arreglo a ciertas consideraciones como son:

(1) Guild, E. "Stock Growth and discount tables", Financial publishing Co. Boston 1931 y "The case for stock value tables", Financial analysts Journal, Sep/oct. 1964, pp. 80-97.

la estimación de complejas previsiones a muy largo plazo así como el método del Discounted cash flow.

En este tipo de tablas lo que en definitiva se ha ce, es buscar un cierto tipo de multiplicador del beneficio medio, supuestos unos tipos de descuento, tasas de ren dimiento y unos períodos de actualización dados. Se trata en síntesis de un cálculo histórico del multiplicador.

Entre los modelos más usuales cabe citar, además del de S.E. Guild, los siguientes:

J. Clendenin (1) considera un plazo variable, entre uno y cinco decenios lo que le permite despreciar las estimaciones del cambio en épocas muy lejanas (el crecimiento se limita a este período).

O. Burrell (2) considera períodos de tiempo más cortos (entre cinco y veinticinco años) y tipos de crecimiento que fluctúan (entre el dos y el ocho por ciento), por otra parte el tipo de rendimiento lo estima entre el tres y el seis por ciento.

Para mayor claridad de este tipo de métodos vamos a reproducir un resumen de las tablas de O. Burrell (3).

(1) Clendenin, J. "Theory and Technique of growth stock valuation". Citado por Pourbaix, p. 186.

(2) Burrell, O. "A mathematical approach to grow stock valuation". The Fin. analysts journal. May/jun. 1960, p. 75.

(3) Fuente Pourbaix, op. cit. p. 186.

MULTIPLICADOS SOBRE LA BASE DE UN PERIODO DE ACTUALIZACION DE
10 AÑOS AL TIPO DEL 5%.

TIPO DE RENDIMIENTO ESPERADO AL FINAL DEL DECIMO AÑO	TIPO DE CRECIMIENTO							
	0	2	3	4	5	6	7	8
3'0%	28'18	33'40	36'48	39'76	43'27	47'16	51'34	55'87
4'5%	21'38	25'09	27'32	29'66	32'21	34'95	37'92	41'14
6'0%	17'95	20'94	22'74	24'62	26'65	28'84	31'21	33'77

S. Bauman (1) sustituye el caracter rígido de las anteriores aportaciones clasificando previamente las acciones en tres tipos diferentes, a ser:

- Las de tipo de crecimiento medio del dividendo, es decir, en un porcentaje que se aproxima a la media del conjunto del mercado.
- Las de tipo de crecimiento superior a la media del mercado.
- Las de tipo de rendimiento escaso e incluso en algunas situaciones nulo.

Para el primer caso el cálculo del valor de la acción no presenta especiales dificultades, no así en los otros dos; y para solucionarlo Bauman parte de la hipótesis de que tras un período de expansión o de recesión el tipo de rendimiento, éste se incorpora al promedio del mercado, siguiendo una progresión decreciente, hasta llegar a alcanzar dicho promedio. En la hipótesis de Bauman esta incorporación de produce en un período de tiempo similar en duración al del crecimiento rápido. Por otro lado considera unos tipos de actualización variables en función del tiempo y en forma de progresión aritmética.

Otros modelos a citar son los de Bates (2) y Solfo

(1) Bauman, S. "Estimating the present value of common stocks by the variable rate method", Michigan Business reports Nr, 42, Ann Arbor 1963.

(2) "Comprehensive stock value tables", HBR En/Feb 1962. pp. 53-67.

doski (1) que como en los casos precedentes se inspiran en las tablas de cálculo, que suelen utilizarse para determinar el valor actual de una obligación.

El principal problema de estas tablas (aplicadas a la valoración de acciones) radica en el elevado grado de subjetividad en el que incurren, ya que parten de complicadas hipótesis para determinar los parámetros a estudiar. Por otro lado las hipótesis de las que se parte (Vg. el Beneficio y el dividendo) son independientes entre sí, y rara vez se comportan de una forma proporcional.

Como aportación más importante de este método, puede decirse que su utilidad radica en informar al accionista del "nivel de cambio" en un momento determinado y le permiten expresar un juicio sobre la plusvalía o sobre la disminución de valor estimados por el mercado.

LOS METODOS MIXTOS DE VALORACION DE ACCIONES

Hasta aquí nos hemos referido a métodos de valoración de acciones cuyas premisas descansaban sobre un determinado parámetro que se estimaba capital, cara a la valoración, pero como hemos podido constatar en los anteriores apartados, existen varias direcciones, varios parámetros o varios criterios, que de cualquier forma suelen denominarse, que son reflejo o expresión del valor (así el tipo de

(1) Sofodoski, R. "Growth Yields", Financial Analysts Journal, Sep/oc. 1961, pp. 43-47.

Cambio, el empleo de un multiplicador, la Capitalización bursátil, etc...).

Ante esta disparidad de criterios que obviamente nos llevarán a valoraciones diferentes, parece lógico pensar que la valoración ganará en objetividad, si el tratamiento de los diferentes parámetros se hace de forma conjunta, analizando todos (o cuando menos varios), de entre estos parámetros, ya que en mayor o menor medida todos ellos son expresión del fenómeno "valor".

Problema aparte será la ponderación y la elección de los diferentes criterios a utilizar ya que tanto la primera como la segunda, implicarán un cierto grado de subjetividad matizado, en alguna medida, por la finalidad de la valoración concreta, la cual orientará nuestra elección hacia criterios que ponderen en mayor medida el objetivo o los objetivos perseguidos.

Es importante destacar, que independientemente de la ponderación que demos a cada uno de los criterios a combinar, en gran número de ocasiones algunos de éstos descansan en la misma premisa cuando no en la misma estructura de valores (1).

Sobre este tema la A. Bernhard & Co. Inc. de N. York (2) ha venido elaborando unos análisis de valores mo

(1) Sobre este tema ver capítulo destinado a sistemas y estructuras de valores.

biliarios estimados en base a cuatro patrones o índices de medida como son el llamado "grado de calidad", el "valor potencial", el "índice de éxito" y por último lo que ellos denominan el "rendimiento esperado". Estos cuatro índices, en los que se combinan diferentes criterios a tener en cuenta en cualquier valoración de acciones, bien nos pueden servir como ejemplo, para ver, como pueden dichos criterios combinarse, y ofrecer fórmulas conjuntas de valoración. Hay que reseñar, que la validez de estas fórmulas "mixtas" de valoración de acciones, está condicionada por las importantes restricciones, provenientes de las hipótesis altamente subjetivas, de las que se ha partido para su elaboración, y que se han reflejado en la mayor o menor ponderación de cada uno de los criterios (tenidos en cuenta u olvidados en la fórmula concreta).

"El grado de calidad"

La A. Bernhard & Co. Inc. recoge bajo este nombre un índice compuesto en el que se analizan conjuntamente el crecimiento histórico del Beneficio y del Dividendo, así como la estabilidad relativa del cambio.

La amplitud del Beneficio, así como la de los Divi dendos se calcula de acuerdo con unos niveles preestablecidos, asignándose a cada tramo de variación (en porcentaje) del Beneficio o Dividendo, un nivel determinado, y ponde-rándose luego cada uno de estos niveles.

La estabilidad del cambio se mide (en este modelo) a través del análisis del tipo de dispersión sufrido por

los cambios durante el período de referencia.

El cociente de la diferencia entre la amplitud de los cambios extremos y medios y el total de la media de los cambios mide el índice de estabilidad, que a su vez, se compara con los datos globales del mercado y se clasifica entre éstos.

El grado de calidad viene determinado por la suma del "Índice de crecimiento" y el "Coeficiente de estabilidad", siendo este ponderado triplemente que aquel.

Estudios de correlación empíricos han servido para demostrar, por otro lado, la afinidad entre estos dos índices.

Como este modelo no es el objeto de nuestro estudio, nos limitaremos a recoger a modo de síntesis, el siguiente cuadro que tomamos de Pourbaix (1) y que resume el análisis de este índice.

"El valor potencial".

La A. Bernhard & Co. Inc. llama valor potencial al "producto del tipo del multiplicador medio de la acción (calculado en base a los datos históricos del mercado) por las expectativas de beneficios futuros" (aquí se observa claramente cómo se conjugan dos criterios clásicos de valo

(1) Pourbaix, op. cit. p. 194

GRADO DE CALIDAD

NDICE DE CRECIMIENTO

No	DIFERENCIA EN	NIVEL	DIFERENCIA EN	NIVEL
	% DEL BENEFICIO		% DEL BENEFICIO	
9x4/19x5	10	1	--	--
9x5/19x6	35	2	15	1
9x6/19x7	-15	-1	-10	-1
9x7/19x8	26	2	10	1
9x8/19x9	52	<u>3</u>	26	<u>2</u>
		7		3

OTAL PONDERADO DE LOS NIVELES DE
 CIMIENTO DE LOS BENEFICIOS Y = $2 \times 7 + 3 = 17$
 E LOS DIVIDENDOS

NDICE DE CRECIMIENTO = 85
 Según clasificación general)

NDICE DE ESTABILIDAD

No	MAS ALTO	MAS BAJO	CAMBIO MEDIO
9x5	5.500	2.900	4.300
9x6	7.100	4.300	5.050
9x7	7.050	3.210	4.900
9x8	7.200	5.130	6.050
9x9	<u>8.520</u>	<u>5.270</u>	<u>7.110</u>
	35.370	20.810	27.410

PLITUD DE LOS CAMBIOS EXTREMOS $35.370 - 20.810 = 14.560$

LITUD DE LOS CAMBIOS MEDIOS $7.110 - 4.300 = 2.810$
 DIFERENCIA 11.750

IPO DE FLUCTUACION DE LOS CAMBIOS = $\frac{11.750}{27.410} = 0.42$
 N RESPECTO AL NIVEL ANUAL

DICE DE ESTABILIDAD = 75
 según clasificación general)

ADO DE CALIDAD = $\frac{85 + 3 \times 75}{4} = 77.5$

ración). Por otro lado, se estima también la influencia de la coyuntura económica general, durante el período de referencia (esto se hace en base a tendencias que se calculan). El período considerado para los beneficios futuros es de tres a cinco años. Por último hay que notar que el cálculo de este Valor Potencial lo basan en relaciones de invariancia.

"El índice de éxito"

El índice de éxito trata de anticipar el valor de mercado futuro (en este caso se trata del valor al cabo de un año) para poder analizar si la acción en cuestión, se encuentra infra o supervalorada con respecto a su valor real (aquí se combinan capacidad de beneficios y expectativas de los mismos).

La técnica para determinar este valor anticipado por la A. Bernhard & Co. Inc. ha variado a lo largo del tiempo. En una primera época se calculaba a partir de un determinado porcentaje del valor contable (Book value) y de un multiplicador del Beneficio, pero posteriormente le fueron añadiendo otras variables y parámetros (en base a complejos cálculos de coeficientes y de series cronológicas).

"El rendimiento esperado".

Aquí se trata de calcular el dividendo del próximo año (año $n+1$), es decir, el rendimiento a corto plazo.

Una vez calculados estos cuatro índices o criterios nos encontramos con el problema de su valoración. La A. Bernhard calcula el nivel de cada uno de los títulos de una determinada muestra y los clasifica de acuerdo con el índice obtenido. Por último supone que existe una correlación entre estos valores obtenidos y el cambio del mercado (hipótesis ésta altamente subjetiva), lo que le permite proyectar el valor futuro de la acción en cuestión.

No entramos a enjuiciar este modelo, pues las hipótesis de las que parte (mantenimiento de la tendencia a largo plazo, correlación con el cambio, etc...) son muy restrictivas y su análisis implicaría volver sobre aspectos ya tratados en otros apartados de este capítulo.

Baste decir que la inclusión de este apartado se ha hecho con una finalidad descriptiva y que de forma similar a este modelo de la citada A. Bernhard (al que vamos a denominar modelo "mixto") podrían elaborarse innumerables modelos más, bastando con variar la combinación y ponderación de los diferentes criterios y métodos básicos de valoración de acciones a utilizar en el modelo concreto.

Nosotros por nuestra parte consideramos altamente restrictivas las hipótesis de partida, cualquiera que sea el modelo "global" o "mixto" a utilizar para evaluar las acciones, por lo que nos inclinamos en favor de un análisis por separado de cada uno de los parámetros o criterios donde se encuentre reflejado el valor, para llegar a través de ello a un conjunto de valores como base de información, orientada a la toma de la decisión concreta, así como otros

parámetros de decisión tanto endógenos como exógenos y don de se escogería el criterio de selección.

Por otro lado es preciso constatar que un análisis de la sensibilidad de cada uno de los valores hallados pu diera aportar una interesante información complementaria, fijando determinados límites, a la valoración concreta (1).

NOTA.- No se entra aquí en el problema del coste de toda es ta información y su incidencia en el modelo de deci sión a utilizar. Tampoco se considera la dificultad para encontrar determinadas informaciones en casos concretos de valoración.

LA VALORACION DE ACCIONES EN LA MODERNA TEORIA FINANCIERA

Vamos a estudiar este problema en dos vertientes diferentes. En primer lugar analizaremos la tesis de Modigliani y Miller, que mantiene la independencia entre la estructura financiera de la empresa y el valor de las acciones, y la tesis que vincula ambos aspectos, a la que desde ahora denominaremos como la tesis tradicional.

Posteriormente y tras analizar la evolución histórica de estas dos posiciones encontradas, pasaremos a describir las cuatro principales teorías financieras de valoración de las acciones; para intentar demostrar la equivalencia matemática de las mismas, bajo ciertas condiciones restrictivas.

En primer lugar, se recogen dos teorías de valoración de acciones, a las que denominaremos tesis RN y tesis RE, y que se diferencian básicamente en que mientras la primera capitaliza los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias, la segunda capitaliza los resultados de la cuenta de explotación. Ambas teorías han sido magistralmente sintetizadas en un artículo de David Durand publicado en 1.952 (1).

La aproximación RN.-

Sostienen los defensores de esta tesis que el valor de las acciones de una empresa se obtiene mediante la

(1) Durand, D. Cost of Debt and equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. National Bureau of Economics Research. N.Yor, 1952, pp. 215 y ss.

capitalización, a un tanto k , de los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa; los cuales proceden de detraer al resultado de la cuenta de explotación el interés de la financiación ajena (pues éste es el resultado que realmente corresponde a los accionistas). Hay que añadir que a dicho valor, debe añadirsele, el valor de mercado de las obligaciones.

La cuantificación matemática de este método es como sigue:

$$V_o = S_o + B_o = \frac{E}{-K_e} + B$$

y el valor de las acciones

$$S_o = V_o - B_o = \frac{E}{K_e}$$

siendo:

V = Valor de mercado de todos los títulos.

B = Valor de mercado de las obligaciones.

S = Valor de mercado de las acciones.

E = Rentas residuales antes del impuesto.

K_e = Coste del capital propio.

K_o = Coste total del capital (antes del impuesto)

Se está suponiendo que el coste del capital ajeno es menor que el coste del capital propio, y que ambos no dependen de la relación de endeudamiento de la empresa (Leverage effect), sino que se mantienen constantes.

La aproximación RE.-

Aquí se trata de capitalizar al tanto k , no ya el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias, sino el de la cuenta de explotación, ya que el valor de una empresa depende, en definitiva, de su capacidad para generar recursos.

Mientras que el método anterior consideraba que la aceptación o no aceptación, de un nuevo proyecto de inversión, venía dada porque su tasa de retorno fuese mayor que la requerida por la empresa, y que dependería de cómo financiásemos el proyecto; aquí se considera que la tasa de endeudamiento permanece constante para cualquier nivel de endeudamiento.

También se supone que el coste de las deudas no varía al modificarse la relación de endeudamiento. Así tendríamos que:

$$V_0 = O/k_0 \text{ y } S_0 = O/k_0 - B_0$$

siendo:

O = Resultado de la explotación (antes de impuestos)

La tesis de Modigliani-Miller y la tesis tradicional.-

El exponente extremo de la tesis RE, lo encontramos en las proposiciones de Modigliani y Miller, los cuales en 1.958 (1) desarrollaron una serie de principios en

(1) Modigliani, F. y Miller, M. The Cost of Capital. Corporate Finance, and the Theory of the Firm. AER. jun 1958 pp. 261 y ss.

orden a demostrar la independencia, entre el valor de mercado de las acciones y la estructura financiera de la empresa.

Estos autores consideran, a lo que ellos denominan, el "ingreso operativo neto", como algo independiente del posible efecto de apalancamiento (leverage effect) producido por el tipo de estructura financiera que la empresa posea. Afirman, que el efecto de apalancamiento de las empresas, se compensa con el efecto de apalancamiento de los inversores particulares.

En contraposición con las teorías de Modigliani y Miller, algunos autores como David Durand y Ezra Solomon, sostienen posiciones cercanas a la tesis RN, al admitir la existencia de vinculaciones entre la estructura financiera de la empresa y el valor de mercado de las acciones de la misma. Afirman estos autores que el coste del capital tiene una forma de U con respecto a las variaciones de la relación de endeudamiento.

El efecto del impuesto sobre los dividendos en las Sociedades Anónimas.-

Hasta aquí no se ha considerado para nada la posible incidencia del impuesto sobre los rendimientos del capital (1), que se aplican a los dividendos pagados a los

(1) En terminología fiscal española.

accionistas. Pero cuando dicho impuesto se considera, hasta autores de posiciones extremas como Modigliani y Miller (1), no dudan en reconocer que la financiación mediante obligaciones, aumenta el valor de la firma y reduce el coste del capital. La anterior afirmación, y su aceptación por parte de Modigliani y Miller, ha supuesto una cierta aproximación entre las dos teorías expuestas.

La comprobación empírica de las anteriores hipótesis.-

Como ha podido observarse, tanto la teoría RE como la RN, y los estudios de Modigliani y Miller como los de los defensores de la tesis tradicional, parten de hipótesis sustancialmente diferentes; lo cual les hace llegar a resultados, obviamente, distintos. Pues bien, se trata ahora de analizar cuáles han sido las comprobaciones empíricas en las que ambos grupos de autores han basado sus respectivas hipótesis de partida.

Dos tipos de comprobaciones se nos ofrecen como posibles demostraciones de las teorías anteriormente expuestas. Una posible comprobación consistiría en la búsqueda estadística de la relación funcional existente, entre la estructura de capital y el valor de mercado de las acciones de la empresa. También sería necesario, como afirma Mao (2) el utilizar algunas otras variables pertinentes, y

lo que es más importante, una muestra homogénea de empresas.

El coeficiente de regresión asociado con la estructura de capital debiera (si la tesis de Modigliani y Miller es cierta) arrojar alguna luz sobre la hipótesis de independencia entre la estructura financiera y el valor de mercado de las acciones de la firma.

Otra hipotética comprobación, bien pudiera consistir en el cálculo de la regresión del coste medio del capital, una vez deducidos los impuestos, en relación con el índice de endeudamiento.

Por último, algunos autores han realizado estudios acerca de la regresión de la tasa de capitalización, en relación con el índice de endeudamiento.

Al primer tipo de estudio empírico hay que adscribir el segundo trabajo de Modigliani y Miller; los cuales calcularon una ecuación de regresión múltiple, para predecir el coste medio de capital en las empresas del sector eléctrico (1). Consideraron estos autores, el potencial de crecimiento como una variable que explica el valor de mercado de las acciones; corrigiendo, además de éste, varios errores de su anterior trabajo. Pese a que llegaron a demostrar su hipótesis de independencia, su estudio ha sufrido

duras críticas, entre las que cabe citar la de M. Gordon (1) así como aquellas otras que se refieren al sesgo estadístico de la muestra elegida por Modigliani y Miller.

Al segundo tipo de trabajos empíricos pertenecen los estudios de Weston y Barges así como el primero de los realizados por Modigliani y Miller.

El estudio de Weston supuso una fuerte crítica a las tesis de Modigliani y Miller, ya que, mediante un modelo de regresión múltiple, en el cual relacionó el coste medio del capital (después de impuestos) con variables como el índice de endeudamiento, los activos totales y la tasa de crecimiento; llegó a conclusiones básicamente diferentes a las de Modigliani y Miller, defendiendo, de esta forma, la teoría tradicional.

Alexander Barger por su parte llegó a conclusiones parecidas, en un estudio que realizó, sobre una muestra de empresas de ferrocarriles.

Como conclusión, hay que convenir, que si bien la primera tesis de Modigliani y Miller ha sido refutada, incluso por sus autores; el afirmar la supremacía de la tesis tradicional resulta, cuando menos arriesgado; ya que las comprobaciones empíricas han llegado a resultados diferentes, y su dudosa veracidad, no ha zanjado el problema de forma clara y objetiva en ninguno de los dos sentidos.

LOS DIFERENTES ENFOQUES DE LA VALORACION DE ACCIONES EN LA MODERNA TEORIA FINANCIERA.-

Como dice Mao, no es solamente la incidencia de la relación de endeudamiento en el valor de las acciones, la única cuestión en la que difieren los teóricos de la financiación. También existe desacuerdo en una cuestión tan importante como ¿cuál es la magnitud que debe capitalizarse: los Beneficios, los Cash-flows, o quizás los Dividendos? (1).

Cuatro son las Teorías que a grandes rasgos configuran la multitud de modelos que, en torno a este tema, se han elaborado. Estos son: 1) El enfoque de las oportunidades de inversión, 2) El enfoque del Cash-flow, 3) El de la corriente de dividendos repartidos y 4) El de la corriente total de Ingresos.

Trataremos en este apartado de describir los cuatro grandes enfoques, para tratar posteriormente de demostrar como, bajo ciertas condiciones, estas teorías resultan matemáticamente equivalentes (2).

El enfoque de los dividendos.-

El propietario de una acción o de un paquete de

-
- (1) Obsérvese como los modelos de valoración de acciones de los teóricos de la moderna gestión financiera, son modelos de tipo actuarial, o de valor actual.
 - (2) Bajo las condiciones en las que los distintos modelos no resultan equivalentes, dichos modelos implican incidencias en la política de dividendos de la firma.

acciones es el titular de un derecho a percibir un dividendo de caracter monetario, mientras sea poseedor de la citada acción; o bien al precio de venta de la misma en el mercado (cotización), caso de que decidiera deshacerse de ella. El precio que los inversores estarán dispuestos a pagar por estos derechos dependerá de, ¿cuándo se vayan a producir estos?, así como de, ¿a cuánto ascenderá su importe?.

Por otro lado no puede olvidarse el que los accio-nistas esperan una determinada rentabilidad para su inver-sión. Dicho de otro modo, los inversores capitalizan su inversión a un tipo determinado.

Todo esto nos lleva a concluir que un posible méto-do de medición del valor de las acciones, bien puede consis-tir en la suma del valor actual de los futuros beneficios que se esperan de la misma. Y esto actualizado a un tipo de interés i , que el inversor considere apropiado. Así:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{P_t}{(1+i)^t}$$

siendo,

P_0 = Valor teórico de la acción.

D = Dividendos a percibir cada año.

i = Tipo de interés al cual se actualiza (1)

(1) Debe incluir el coste del dinero más una ~~prima~~ prima por el riesgo asumido.

Si hacemos $D_1 = D_2 = \dots = D_n$ y consideramos que n tiende a infinito tendremos que: $P_0 = \frac{D}{i}$ y si consideramos que los beneficios se incrementan en un $x\%$ anual, la fórmula será: $P_0 = \frac{D}{(i-x)}$

El enfoque de las ganancias.-

Así como los dividendos son, en última instancia, el beneficio percibido directamente por el accionista; la capacidad de las empresas para hacer frente al pago de los dividendos depende, en suma, de su capacidad para generar beneficios. Es por esto por lo que algunos autores consideran que el valor de las acciones deberá ir expresado en función de los beneficios, y no de otras magnitudes, como pueden ser Vg.: los dividendos.

En esta línea de pensamiento, el valor de las acciones se correspondería con el valor actual de los futuros beneficios esperados "ajustados".

Es preciso explicar qué significado se da a la expresión "ajustados", para lo cual tomamos un ejemplo de la obra de James T. Mao (1).

Supongamos dos compañías A y B, de las que se esperan idénticos resultados. Para conseguir estas supuestas ganancias, la empresa no necesita más que sus inversiones

(1) Mao, James T. "Corporate Financial Decisions".

netas; por lo que puede destinar la totalidad de sus ganancias al pago de dividendos. Por el contrario la empresa B debe de invertir la mitad de sus beneficios cada año, por lo que solamente puede destinar a dividendos la mitad de éstos.

En este supuesto puede afirmarse que las acciones de la empresa A son, obviamente, de menos valor que las de la empresa B, ya que cada año necesita de nuevos fondos para igualar su capacidad para generar beneficios, con la de la empresa A. Esto sugiere que el cálculo del valor de las acciones se incluyan, además de los beneficios anuales ($B_1, B_2 \dots B_n$) las inversiones para esos mismos períodos ($I_1, I_2 \dots I_n$). Así:

$$P_0 = \frac{B_1 - I_1}{(1+i)} + \frac{(B_2 - I_2)}{(1+i)^2} + \dots + \frac{(B_n - I_n)}{(1+i)^3}$$

El enfoque de las oportunidades de inversión.-

Este método no es sino una variante del anterior, ya que al igual que aquél calcula la capacidad futura de la empresa para generar beneficios. La diferencia entre ambos consiste en que aquí se considera la necesidad de diferenciar los beneficios generados por los activos ya existentes en la empresa, de los generados por las nuevas inversiones.

De acuerdo con este enfoque el valor de las acciones debe calcularse por dos caminos. De una parte el valor

de los activos existentes se calcula, como en el método anterior, por medio de la actualización del beneficio, así: $P = \frac{B}{i}$. El valor actual de las futuras oportunidades de inversión depende, en parte, del volumen de éstas, y en parte, de la rentabilidad que de ellas se espera. Si la rentabilidad de las futuras inversiones es menor o igual a la tasa a la cual capitalizan los inversores su efecto en el valor de las acciones será nulo o negativo. Por el contrario, caso de ser superior, hará aumentar el valor de éstas.

Esto se puede expresar de la siguiente manera:

$$P_{ni} = \frac{I (r - i)}{i}$$

Siendo r la rentabilidad esperada de las futuras inversiones (1).

Esto nos daría una fórmula total que tendría la siguiente expresión:

$$P_o = \frac{B}{i} + \frac{I (r-i)}{i} \quad (2)$$

(1) Esto podría expresarse del siguiente modo:

$P_{ni} = \frac{I}{i} \times \frac{(r-i)}{i}$ donde el primer término es el valor actual de los costes de las futuras inversiones y $\frac{r-i}{i}$ es un índice que mide el "exceso" de rentabilidad de las futuras inversiones (supuesta una tasa i de capitalización).

(2) Nótese que las inversiones son voluntarias, y no necesarias para la empresa, en este supuesto.

En esta fórmula podemos sustituir I por un porcentaje, en función de los beneficios anuales esperados. Lo que nos llevaría a un modelo del siguiente tipo:

Supuesto $I = ZB$ tenemos que:

$$P_{ni} = \frac{ZB}{1+i} + \frac{ZB(1+Zr)}{(1+i)^2} + \frac{ZB(1+Zr)}{(1+i)^3} + \dots \text{ y}$$

$$P_o = \frac{B}{i} + \frac{ZB}{i-Zr} \frac{r-i}{i} \quad (1)$$

El enfoque del Cash-Flow.-

Para algunos autores no son los dividendos, ni los beneficios, la magnitud a capitalizar, sino que estiman mas cercano a la realidad el cálculo del valor de las acciones en base a la actualización del montante total de fondos generado por la firma (cash-flow).

Así tendríamos la siguiente expresión matemática de valoración:

$$P_o = \frac{CF_1}{(1+i)} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

$$\text{o también } P_o = \frac{CF}{i} \quad \text{Supuesto } CF_1 = CF_2 = \dots = CF_n$$

y que n tiende a infinito.

(1) Para ampliar estos planteamientos puede consultarse la obra de James Mao "Análisis Financiero". Ed. Ateneo, Buenos Aires, 1.974.

Equivalencia de los anteriores enfoques.-

F. Modigliani y M. Miller en su obra "Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares" (1) idearon un modelo al que, con ellos, vamos a denominar "Principio General de la Valoración", y que bien pudiera concretarse en una expresión matemática del siguiente tipo (2).

$$V = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{1}{(1+i)^t} (B_t^i - I_t^i)$$

siendo:

i = Tasa de rentabilidad exigida por los inversores o bien el coste del capital propio de la empresa.

B_t^i = Beneficios netos durante el año t .

I_t^i = Inversión neta durante el año t .

Como la demostración matemática de esta aseveración, por otra parte admitida como válida por la generalidad de los tratadistas de esta materia, excede de los límites de nuestro trabajo. Ya que lo que aquí tratamos es de describir un conjunto de Teorías existentes, cara a su sintetización y posterior enjuiciamiento; no vamos a en-

(1) Modigliani y Miller. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". Journal of Business, oct. 1.961. pp. 411 y ss.

(2) Prescindimos de mayores desarrollos matemáticos por no considerarlos necesarios en nuestro trabajo y remitimos al lector a la obra de Modigliani y Milles, citada anteriormente.

trar en la consideración de la misma, que por otra parte se encuentra en la mayoría de los modernos manuales de administración financiera (1).

Sólo hay una objeción que poner a estos razonamientos, y es la hipótesis de que los inversores descuentan al mismo tipo de interés los beneficios retenidos por la empresa y los beneficios repartidos, o dividendos; lo cual, por otro lado, es puesto en duda por numerosos autores, como vamos a exponer en el apartado siguiente.

(1) Véase, por ejemplo, MAO, James. "Análisis Financiero"
Op. cit. pp. 410-420.

EL VALOR Y LA POLITICA DE DIVIDENDOS

La maximización del valor actual de las acciones es considerado como objetivo de la gestión Financiera por los teóricos americanos de la Financiación.

Supuesto este objetivo podría pensarse en utilizar al mismo como guía válida para la toma de decisiones financieras, y más concretamente para las decisiones en política de dividendos; pero esto no resulta posible, ya que la política de dividendos implica una transferencia de activos a los accionistas con el consiguiente aumento de la riqueza de éstos.

Pudiera darse el caso de que una empresa maximizase su valor actual neto, sin pagar dividendos (aunque esta política reduciría la riqueza de los accionistas, si la rentabilidad de los ingresos retenidos fuese inferior al tipo al que el mercado capitalizara los ingresos de la compañía). Por esto es conveniente sustituir la maximización del valor actual neto, como objetivo de la gestión financiera, por el de la maximización de la riqueza de los accionistas.

Dado que la empresa puede acudir a fuentes de financiación tanto internas como externas, para financiar sus inversiones, la política de dividendos afectará a la estructura de capital de la empresa y consiguientemente al valor de mercado de la empresa, por lo que las decisiones en política de dividendos afectarán a la riqueza de los accionis-

tas, aun cuando las decisiones de inversión de la empresa sean independientes de su política de dividendos.

Podemos presumir que los precios de mercado de las acciones a lo largo del tiempo se determinan mediante el adecuado descuento de los rendimientos futuros, pudiendo éstos presentarse, bien en forma de dividendos o bien en forma de autofinanciación o beneficios retenidos con la consecuente diferencia de presión fiscal en cada caso (1).

También es lógico suponer que cuando los inversores deciden mantener en su cartera cierto tipo de valores (o comprar éstos), es porque sus cálculos de economicidad hacen al precio de mercado de las acciones, igual o superior a las futuras expectativas de beneficios generados por dichos valores; los cuales son descontados por los inversores a un tipo de interés subjetivo que debe, al menos, englobar los siguientes componentes:

En primer lugar, debe recoger tanto el interés del mercado ("tipo puro de interés") o tipo al que normalmente se descuenta, como el componente riesgo, que es de carácter subjetivo.

Otro punto importante a considerar, aunque no sea totalmente demostrable, es que en principio las preferencias de los inversores por determinados valores, y por tan to el aumento del valor de mercado de éstos, viene condi-

(1) En este sentido véase cualquier autor al respecto. Por ejemplo: J. MAO "Análisis financiero", Ateneo. B. Aires. 1.971.

cionada por la relación entre rentabilidad interna de la empresa y tasa de descuento (ya analizada en el punto anterior). Dicho de otro modo, la relación existente entre estas dos tasas nos va a dar la preferencia por la autofinanciación (retención de beneficios) o por la distribución de dividendos. Es necesario repetir aquí, que el tratamiento de este punto debe hacerse considerando la diferencia fiscal en cada una de las alternativas.

Así pues, cuando la rentabilidad interna de la empresa sea superior a la tasa de descuento de la inversión (tasa subjetiva) utilizada por los inversores, éstos preferirán la retención de los beneficios al reparto de las ganancias en forma de dividendos y consecuentemente cada unidad monetaria de beneficio reinvertida, repercutirá favorablemente en el precio de mercado de las acciones (aunque posiblemente la rentabilidad es una función decreciente de la cuantía de la inversión y a partir de cierto momento, un aumento en el volumen de la inversión bien pudiera producir una disminución en la rentabilidad total de la empresa).

Por el contrario cuando la tasa de descuento utilizada por los inversores sea superior a la rentabilidad de la empresa éstos preferirán el reparto de beneficios, en forma de dividendos, a su retención como forma de autofinanciación y cada unidad monetaria de ganancia que se reinvierta en la empresa hará decrecer el valor de mercado de las acciones.

Un tratamiento parecido a éste es el de James E.

Walter (1) quien estableciendo una analogía entre la relación Retención de Beneficios/Reparto de Dividendos y la relación Financiación propia/Financiación ajena o lo que es lo mismo entre el problema de la política de dividendos y el del coste del capital. Mientras que en el análisis del coste del capital se trata de establecer la proporción RP/RA que maximice el valor de la empresa en nuestro caso se trata de la relación Aut/Div y la diferencia principal como dice Walter es que posiblemente ya no va a ser posible suponer que la dimensión y la forma de la corriente de flujos de cada de la explotación sea independiente de la forma en la que se subdivide.

"El Efecto Dividendo".

Pues bien a pesar de todas estas conclusiones teóricas, los resultados empíricos (2) han mostrado, en algunos casos, el llamado "efecto Dividendo" que en la formulación de Graham & Dood (3) ha llegado a conclusiones tales, como el que un dólar de dividendo repartido tiene un impacto medio sobre el precio de las acciones cuatro veces superior al de un Dólar de beneficio retenido (destinado a Autofinanciación). Es por esto que vamos a analizar con detalle las diversas teorías que sobre este particular se han producido, examinando la posición tanto de los defensores, como la de los detractores del mismo, tratando de esclarecer, en la medida de lo posible, el tema.

- (1) Walter, J.E. "Política de Dividendos: su influencia sobre el valor de la empresa" en Weston y Woods "Teoría de la Financiación de la Empresa" Ariel, Barcelona, 1974 pp. 405-418.
- (2) Véase Friend y Puckett "Dividendos y Precios de las Acciones" en Eston y Woods "Teoría de..." Op. cit. pp. 437-468.
- (3) Graham y Dood. Op. cit. pp. 450 y ss.

Los teóricos de la financiación defensores de la valoración de las acciones a través de la Política de dividendos (independientemente de que, supuestas determinadas restricciones, ésta sea equivalente a la ecuación general de la valoración de Modigliani-Miller) sostienen que K (tasa de rentabilidad exigida por los accionistas) no es constante sino que varía con las políticas de dividendos que la empresa adopte. (caso de que no variase este K , como ya se ha dicho el valor de las acciones no se vería influido en modo alguno por la política de dividendos seguida por la empresa) es por esto que la fórmula de los dividendos es, según ello, la única válida para calcular el valor de las acciones.

Supuesto esto, hay que considerar a la Política de Dividendos como un factor decisivo para la valoración de valores mobiliarios.

Los argumentos en los que se apoyan estos teóricos son de diversa índole y se basan en la consideración subjetiva de que los accionistas reaccionan ante la incertidumbre prefiriendo siempre los beneficios actuales a los más distantes y capitalizando éstos a un tipo de interés variable, tanto más alto, cuanto más lejos en el tiempo, se espere la percepción de éstos.

Kirschman (1) y posteriormente Gaham y Dood (2)

(1) Kirschman, John, Principles of investment. N. York. McGraw-Hill, Inc., 1963.

(2) Graham & Dood, op. cit.

han sido los principales exponentes de esta posición con el argumento de que entre dos compañías con similar capacidad para generar beneficios, los inversores preferirán invertir su dinero en aquella que antes les hace percibir sus ganancias.

Estos argumentos teóricos han tratado de fundamentarse matemáticamente por M. Gordon (1) quien ha formalizado la aversión que los inversores sienten hacia el riesgo a través de la actualización de los flujos futuros a un tipo creciente, así:

$$P_0(d) = E/(1+K_1) + E/(1+K_2)^2 + \dots + E/(1+K_n)^n$$

donde K_n ($n = 1, 2, \dots$) se considera una función creciente en el tiempo.

Otros autores tales como Gangolli (2) tratan de probar que la tasa de rentabilidad (k) exigida por los inversores es una función creciente de la retención de los ingresos.

En otro orden de cosas, autores como D. Durand y M. Gordon (3) han tratado de fundamentar su posición acerca de la influencia de la política de Dividendos en la valoración de acciones a través de estudios empíricos en los que (por medio del análisis de secciones transversales) corre-

(1) Gordon, M. "The Savings Investment and Valuation of a Corporation" *Review of Economics & Statistics*, n.º 44, 1962, pp. 37-51.

(2) R. Gangolli citado por Mao, p. 423

(3) Durand y Gordon. Sobre este particular véase la obra de James Mao "Análisis Financiero" Op. cit. pp. 42 ss.

lacionando precios de acciones con ganancias y dividendos o bien explicando los precios de las acciones en un modelo de capitalización de los dividendos, suponiendo que ésta se eleva con la tasa de crecimiento de los mismos.

Hay que incluir como observación importante en este controvertido asunto, que el mismo Gordon cuya aportación parece la más consistente en este campo no ha dudado en afirmar, que es posible que investigaciones futuras le obligen a modificar su posición.

En 1964 Friend y Puckett (1) por su parte realizaron un nuevo estudio empírico sobre la influencia de los dividendos en el precio de las acciones, tratando de evitar, en la medida de lo posible, el sesgo estadístico (que era el principal punto controvertido en los anteriores estudios de tipo empírico sobre este problema) y llegaron a conclusiones contrarias a las de Gordon y Durand (2) afirmando que apenas existe fundamentación para sostener (salvo en el caso de empresas de gran crecimiento) la tesis de que un dolar de dividendos tiene un efecto sobre el precio de mercado de las acciones cuatro veces superior al de un dolar de retención de beneficios, como afirmaban Graham & Dood (3).

Para Friend y Puckett es preciso distinguir entre

(1) Friend y Puckett. Op. cit.

(2) Ops. cit.

(3) Graham & Dood. Op. cit.

empresas de crecimiento y aquellas otras que no son de crecimiento, afirmando que solamente en las segundas los inversores dan un peso moderadamente mayor a los dividen dos que a la retención de beneficios (1).

Como vemos los estudios empíricos llegan a conclu siones opuestas dada la gran carga subjetiva del tema, los problemas operativos de tipo estadístico (tales como el sesgo, etc...) y el enorme número de variables interre lacionadas que es preciso considerar para tratar con un mínimo de objetividad el tema.

De todo lo expuesto podemos concluir que cualesquiera que sea nuestra posición con respecto a la influen cia de la política de Dividendos sobre el valor del merca do de las acciones, es casi seguro que éste se ve afecta do por aquélla ya que las condiciones que debieran darse para que dicha influencia fuera mínima o nula (condicio nes de neutralidad) tales como (2) que el nivel de los fu turos cash-flow sea independiente de la política de divi dendos seguida por la empresa no se dan en la práctica.

Por otra parte esta influencia vendrá condiciona da por otras variables tales como la presión fiscal, la rentabilidad interna de la empresa, el coste de la finan ciación externa, la estructura financiera de la empresa y el tipo de crecimiento de la empresa entre otras.

(1) Hoy en día la casi totalidad de los autores admiten que el tipo de crecimiento de la empresa condiciona el efec to de su política de dividendos.

(2) J. Walter en Weston y Woods op. cit. 405-418

No podemos concluir el estudio de este tema sin hacer mención a la ya clásica polémica entre financiación de ciclo corto (autofinanciación) y financiación de ciclo largo (mercado de capitales o financiación externa) (1).



Los defensores de la primera fórmula alegan que el acudir a la financiación externa (ciclo largo) supone un decremento en la capacidad potencial de financiación de la empresa, ya que en este ciclo se dan una serie de "fugas" de capital, tales como:

1º Existe una mayor presión fiscal ya que los beneficios retenidos, en el caso español, solamente son gravados por el impuesto de sociedades, mientras que los beneficios repartidos o dividendos son gravados además por el impuesto de rendimientos de capital y esto supone una disminución en la corriente monetaria, caso de acudir a la segunda vía de financiación (reparto de dividendos y financiación externa a través del mercado de capitales).

2º Empleos alternativos de la renta en forma de dividendos que perciben los inversores, ya que en cada caso particular existirá una propensión marginal al consumo, que

(1) En este punto seguimos la exposición de A. S. Suárez en Decisiones.... "Op. cit. 305 y ss

en mayor o menor grado detraerá unidades monetarias del ahorro al consumo.

3º El acudir a la financiación externa supone una serie de gastos en las sucesivas transacciones que se realizan en el ciclo largo, tales como los de emisión de nuevas acciones y los gastos inherentes a toda transacción financiera, que soportan tanto la empresa como el inversor.

4º Una última objeción al sistema de financiación externa se encuentra en la discontinuidad en el tiempo con que se produce el abono de dividendos (que supone para la empresa la necesidad de disponer, en un determinado momento, de gran cantidad de recursos líquidos para hacer frente al pago de sus dividendos) y que se agrava por el hecho de que transcurre un período de tiempo más o menos largo, desde que los accionistas perciben sus dividendos hasta que los reinvierten en el mercado.

Por su parte los detractores de la autofinanciación alegan que ésta lleva a que a veces se realicen inversiones poco rentables en base a la "filosofía" de que los fondos procedentes de la autofinanciación es preferible invertirlos, antes que mantenerlos ociosos en caja.

Esta misma política, alegan, es la causa de que a veces se desechen importantes oportunidades de inversión, ya que éstas no se producen de forma periódica en el tiempo, como la autofinanciación, que es generada en forma continua, lo que puede dar lugar a que ante una nueva oportunidad de inversión, no dispongamos de fondos para su realización.

zación por tenerlos materializados en inversiones de mucho mas baja rentabilidad.

Otro argumento esgrimido para reforzar esta tesis es el de que el ahorro que vuelve a la empresa a través del mercado es siempre igual o superior a los beneficios repartidos por la empresa y esto se justifica en base a dos argumentos. El primero de ellos se basa en la afirmación de que los inversores son generalmente personas de altos niveles de renta a los que se les supone una elevada propensión marginal al ahorro. Por otro lado se afirma que una política de incremento de los dividendos a repartir atraerá al mercado bursátil a otros muchos inversores potenciales que no acudían al mercado a la vista del bajo dividendo repartido por las empresas debido a altas tasas de autofinanciación.

No obstante a estos dos últimos argumentos, debemos concluir (en la línea de A. Suárez y R. Goffin) que, supuesto que se repartan la totalidad de los beneficios distribuibles, el ahorro suplementario de los particulares sería bien inferior a este suplemento de distribución.

CONCLUSIONES

Concluida la exposición de nuestro trabajo, llega el momento de recapitular sobre lo escrito y ver las conclusiones a las que hemos llegado.

La nota que caracteriza estas conclusiones es la brevedad; pero no nos lleva a ella un afán conceptista, sino la inclusión, a lo largo de todo el trabajo, de recapitulaciones al final de aquellas áreas cuyo contenido se ha considerado preciso resumir y hacer objeto de consideraciones finales.

En la introducción a este trabajo señalábamos la importancia que el concepto de valor tiene en el ámbito económico, y más concretamente en la Economía de la Empresa; llega pues el momento de comprobar si tal calificativo era merecido. A lo largo de todo el trabajo ha podido comprobarse cómo el concepto de valor deviene en la piedra angular de todo el sistema económico. Se ha mostrado cómo el valor está presente en todas las áreas de la empresa, y cómo la dimensión valorativa es algo común a todo el sistema empresarial, al cual configura y hace operativo.

El valor en la Empresa se nos ha mostrado a través de su análisis como una realidad pluriforme y no como algo unitario y objetivo. Se nos ha revelado como una relación sujeto-objeto que a su vez se refleja en una multiplicidad de factores técnicos y materiales.

Ante la pluralidad de conceptos y acepciones que del valor contempla la Economía de la empresa, dos son las principales conclusiones que hemos obtenido. La primera, ya apuntada, es que el valor no es uno sino múltiples, y sus expresiones no son sino reflejos más o menos subjetivos. En segundo lugar el análisis del valor empresarial en relación con el valor filosófico y el valor económico; así como la contemplación de la estructura formal de las distintas manifestaciones de aquél, nos han servido para demostrar la congruencia de todo el sistema valorativo empresarial.

Conviene volver sobre el apartado anterior desarrollando algo más su contenido. El análisis, desde un punto de vista formal, de los distintos criterios valorativos usados en la Economía de la Empresa, así como la observación de los modelos de valoración, nos ha revelado una congruencia entre los más diversos -en apariencia- planteamientos. La observación de las estructuras formales de los conceptos y modelos elaborados por los teóricos, nos lleva a concluir que el sustrato último de todos ellos es común, diferenciándose únicamente en el juicio de valor que los inspira y soporta. Tenemos de este modo todo un sistema valorativo; que a partir de un juicio de valor, más o menos explícito, se va decantando en una serie de conceptos y modelos, cuyo grado de abstracción va disminuyendo hasta llegar a la valoración concreta.

También se observa cómo la finalidad de cada valoración concreta supone una serie de elecciones que recorren la pirámide de abstracción de todo sistema de valo-

res eligiendo el criterio y el modelo valorativo a utilizar, y condicionando en suma la valoración concreta.

Dos notas más quisiéramos señalar acerca del valor en la empresa. Son éstas la importancia que la finalidad de la valoración concreta tiene en todo estudio del valor y la existencia de valores meta-económicos en el ámbito empresarial.

Queda patente en nuestro estudio cómo los teóricos de la Economía de la Empresa han caracterizado sus estudios por dos notas fundamentales. En primer lugar han abandonado el estudio del valor en sí, para dedicar sus esfuerzos a las aplicaciones prácticas de éste; es decir, a la valoración. Por otro lado, se ha abandonado la idea de valor objetivo, en aras de una mayor operatividad.

Dos son las conclusiones que del trabajo se desprenden, en relación con el párrafo anterior. En primer lugar, el énfasis puesto en las mediciones concretas del valor y la creencia en la subjetividad de éste, dan paso a la aparición de la finalidad subjetiva de cada caso específico de valoración, que se nos revela como pieza clave de aquélla. En segundo lugar, la búsqueda de sistemas de medida fiables unido a la subjetividad del valor económico, hacen que se busque (paradójicamente) una "objetividad" en las mediciones; objetividad ésta un tanto "sui generis" ya que vendrá definida por el grado de dispersión existente entre los resultados obtenidos por varios sujetos medidores. Dicho de otro modo se entiende la objetividad como un acuerdo de "inter-subjetividad",

como un "consenso" acerca de determinados sistemas de medición.

No podíamos establecer conclusiones a nuestro trabajo sin poner de relieve, como la metamorfosis, que la empresa ha sufrido, tanto en su interior como con respecto a su entorno social, ha hecho que de forma progresiva aparezcan en el campo de la Economía de la Empresa, nuevos aspectos, objeto de estudio, que suponen la inclusión en el ámbito de la disciplina, de valores de contenido, en principio, no económico. La empresa al ser considerada como un instrumento social, incurre en unos costes y en unas utilidades sociales que es preciso medir y, por ende, valorar.

El análisis histórico-descriptivo ha servido para poner de relieve una serie de características que es preciso señalar.

En primer lugar, la inclusión de un breve paseo por la Historia de la Filosofía y los conceptos que en ella se han vertido sobre el valor, nos ha servido para ampliar el marco de referencia de nuestro estudio empresarial, y sobre todo para revelar una serie de características y lugares comunes con el pensamiento filosófico que inducen a creer en una congruencia de todo el sistema (filosófico-económico-empresarial). El análisis del intento de construir una axiología analítica revela el interés del pensamiento filosófico de llegar a planteamientos más operativos, en torno al valor; sin embargo, hay que reconocer que su aplicación es cuando menos dudosa,

pese a sus congruencias con los planteamientos específicamente económicos.

El análisis del pensamiento económico nos ha servido para conocer la evolución del concepto de valor; la dicotomía valor objetivo-valor subjetivo, y la necesidad de conceptos más operativos (si bien entroncados con el pensamiento económico general) en el ámbito de la economía de la empresa.

Por último la evolución de estas materias en el campo empresarial nos ha mostrado como el valor es fruto de una serie de parámetros reflejos o factores (según como se contemple); y como el entorno que rodea cada valoración específica y sobre todo la finalidad de aquélla condicionan la medida obtenida. Es importante señalar la, cada vez más frecuente, referencia al campo de la psicología y del comportamiento en estos temas, en los que la subjetividad juega un papel tan importante. La ley de los grandes números, pierde gran parte de su validez al entrar en el marco de la empresa concreta. La valoración de empresas queda cada vez más lejos de los modelos determinísticos, para entrar de lleno en el campo de la teoría de la negociación, y de planteamientos más o menos sofisticados de la teoría de la decisión (como por ejemplo el estudio de riesgos compartidos o de las decisiones de grupos).

Cerremos estas conclusiones con una alusión a su perfectibilidad y en la esperanza de que el campo que es

163

te trabajo abre, sirva a su autor para proseguir en la
búsqueda de la luz en esta materia, tan controvertida co
mo poco clarificada e importante.

BIBLIOGRAFIA

ABDEL-KHALIK, A.R. "User preference ordering value: A model"
T.A.R., Vol. 46. N.York, 1.966.

ACKOFF, L. Russell. "The design of social research". The
University Chicago Press, 1.953.

A.I.C.P.A. "Reporting the financial effects of price level
changes". Accounting Review, N.York, 1.966.

A.I.C.P.A. "Analysis for purchase or sale of a business"
A.I.C.P.A., N. York, 1.956.

ALLUSON, R. "Les investissements incorporels", Travail et
Méthodes, Mai, 1.966.

AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION. "A discussion of various
approaches to inventory measurement". Supplementary
Statement, nº 2. Accounting Review, Vol. XXXIX, jul.
1.964.

ANGENIEUX, Gilbert. "Les fusions et l'évaluation des entre-
prises". Ed. Dunod. Paris, 1.970.

ANTHONY, R.N. "Management accounting". Irwin Homewood
Illinois, 1.956. Hay versión española de Uthea,
México, 1.964.

ARMAND, L. "Plaidoyer pour l'avenir". Calmann-Levy, Paris,
1.961.

- BARNABY, A. y CALBA, G. "Combien vaut votre entreprise?".
Entreprise moderne d'edition, Paris, 1.968.
- BATES, G. "Comprehensive stock value tables". Harvard
Business Review. Enero-febrero de 1.962, pp. 53-67.
- BATTISTA, G. y CROWNSHIELD, G. "Inventories at realizable values?". N.A.A., Boletín Mayo, 1.965.
- BEAVER, KENNELLY y VOSS, "Predictive ability as a criterion for the evaluation of accounting". Accounting Review, Vol. XLIII, oct. 1.968.
- BAUMAN, S. "Estimating the present value of common stocks by the variable rate method". Michigan Business Reports, nº 42, Ann Arbor, 1.963.
- BAUMOL, W. "The Neuman-Morgenstern utility index an ordinal view". Journal of politic economic, febrero, 1.951.
- BAXTER, N. "Leverage, risk of ruin and the cost of capital".
"The journal of finance", septiembre de 1.967,
pp. 365-403.
- BELTRAN, Lucas "Historia de las doctrinas económicas". Ed.
Teide. Barcelona, 1976. 3ª ed.
- BELTRAN, Lucas "Economía y Libertad". Ed. Tecnos. Madrid,
1.978.

- BERAUD, R. "Comment sont évalués fonds de commerce et d'industrie". Annales des loyers, Marsella, 1.961.
- BERGER, G. "Structure et épanouissement des valeurs". Actas del III Congreso de Sociedades de Filosofía de Lengua Francesa (Bruselas), Nauwelaerts, Lovaina, 1947
"Phénoménologie du temps et prospective" Presses Universitaires de France, París, 1.964.
- BIERMAN, Harold. "Inventory valuation: the use of market prices". Accounting Review, Vol. XLII, oct. 1.967.
- BIERMAN, H. "Measurement in accounting". Accounting Review, 1.963.
- BIERMAN, H. Jr. "Financial Accounting Theory". The MacMillan Company, Nueva York, 1.965 (Cap. 9, Valoración de una empresa).
- BIERMAN, H. y SMIDT, S. "The capital budgeting decision" The MacMillan Company, Nueva York, 1.966 (2ª ed.)
- BIRNBERG, J.G. y RAGHU Nath. "Implications of a behavioral science for managerial accounting". Accounting Review, Vol. XLII, Jul, 1.967.
- BLOCH-LAINE, F. y PERROUX, F. "La empresa y la economía en el siglo XX". Ediciones Deusto, Bilbao, 1.970.
- BLOCK, E. "The place of book value in common stock evaluation". Journal of Financial Analysts, Marzo-abril de 1.964, pp. 29 y ss. e idem septiembre-octubre, pp. 108-117.

BODT, Jean, P. "La formation des prix". Presses Universitaires de France, 1.957.

BOITEUX, M. "La vente al coût marginal". Review Française de l'énergie. 1.950.

BOITEUX, M. et BESSIERE, F. "Sur l'emploi des methodes globales et marginales dans les choix des investissements, Revue Française de Recherche Operationnelle, n° 20, 1.961.

BONHERT, N. "The logical structure of the utility concept" in "Decision processes" Por Thrall y otros. Ed. John Wiley and sons, N. York, 1.957.

BOSLAND, C.C. "Valuation theories and decisions of the securities and exchange commission". Simons-Boardman Publishing Corporation, Nueva York, 1.964.

BOULDING, K.E. "General Systems theory: the skeleton of science" in Management information (a quantitative accent) dirigido por Th. Williams y Ch. Griffin, Irwin Homewood, Illinois, 1.967.

BOULDING, K.E. "Economics and accounting". Studies in Accounting Theory, W.T. Baxter and S. Davidson Eds. Irwin Homewood, Illinois, 1.962.

BRAVARD, J. "L'évaluation d'entreprises". Dunod, Paris, 1.964.

- BRIDGMAN, P.W. "The logic of modern physics". McMillan, 1.961 (Copyright 1.927). Citado por McDonald.
- BRUMMET, R.L. FLAMHOLTZ, E.G. y PYLE, W.C. "Human Resource Measurement - A challenge for accountants". The accounting review, abril de 1.968, pp. 217-224.
- BUENO, E. CRUZ ROCHE, I. y DURAN, J.J. "Economía de la Empresa". Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 1.976.
- BUGUEDA SANCHIZ, J. "La medida en las Ciencias Sociales". C.E.C.A., Madrid.
- CANNING, John B. "The Economics Accountancy", Ronald Press. N. York, 1.929.
- CARSBERG, Bryan, "The Contribution of P.D. Leake to the Theory of Goodwill Valuation". Journal of accounting research, Vol. IV, 1.966.
- CANIBANO CALVO, Leandro. "Teoría actual de la contabilidad" Editorial I.C.E., Madrid, 1.975.
- CARSBERG, Bryan. "Teoría Económica de las decisiones empresariales". Alianza Editorial, Madrid, 1.977.
- CATLETT, G. y OLSON, N. "Accounting for Goodwill". Accounting Research Study, nº 10, Nueva York, A.I.C.P.A. 1.968.

CLARK, J.B. "The Distribution of Wealth". Nueva York, 1899.

CLENDENIN, J. "Theory of technique of growth stock valuation" Bureau of Business and Economic Research. University of California. Los Angeles. 1967.

COLLEGE NATIONAL DES EXPERTS COMPTABLES DE BELGIQUE. "L'évaluation d'entreprises". Ed. C.N.E.C.B. Vol. nº 3. Des Etudes du C.N.E.C.B. Bruxelles.

COMMISARIAT GENERAL AU PLAN ET A LA PRODUCTIVITE. "L'entreprise face à la decision d'investir". Paris, 1968.

"Committee to prepare a statement of basic accounting theory". Evanston, Illinois, A.A.A., 1.966.

COMPTE, Philippe. "Valeurs économiques et valeurs juridiques dans les fusions d'entreprises", Entreprise Moderne d'Editions, Paris, 1.970.

COPPER-ROYER, "La fusion des Sociétés". Dalloz, 1.933.

CUTFORTH, A.E. "Methods of Amalgamation and Valuation of Business". Londres, 1.926. Citado por Käfer, citado por Jaensch.

CHAMBERS, R.J. "Why bother with postulates?". Journal of accounting research. Vol. I. 1.963.

CHAMBERS, R.J. "Measurement and Objectivity in Accounting" Accounting Review. Vol. XXXIX, oct. 1.964.

- CHAMBERS, R.J. "Blueprint for a theory of accounting".
Accounting Research, Vol. VI, enero de 1.955.
Sobre método deductivo en Contabilidad reproducido
en "An Income Approach to Accounting Theory". Da-
vidson y otros, Englewood Cliffs. 1955.
- CHAMBERS, R.J. "Measurement in Accounting". Journal of
Accounting Research, Vol. III, 1.965.
- CHAMBERS, R.J. "Accounting Evaluation and Economic Behavior"
Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, Inc. 1.966.
- CHAMBERS, R.J. "Continuously Contemporary Accounting-Additi-
vity and Action". Accounting Review, Vol. XLII, oc-
tubre, 1.967.
- CHAMBERS, R.J. "Measures and Values a Replay to Professor
Staubus". Accounting Review, Vol. XLIII, abril,
1.968.
- CHARMONT, C. "Estimation de la valeur standard d'une
entreprise". Revista "Hommes et Techniques". Noviem-
bre de 1.962.
- CHAMPAUD, Claude. "Le pouvoir de concentration de la socie-
té por actions". Ed. Sirey, Paris, 1.962.
- CHIPMAN, J. "The Foundations of Utility". Econométrica,
nº 28. 1.960.

DRUCKER, Peter F. "La Gerencia de Empresas". Ed. Sudamericana, Buenos Aires, 1.970.

DUNCAN, Wilbur S. "Accounting for Goodwill" (Accounting Research Study nº 10). N.Y. C.P.A., Vol. XXXIX, 1.969.

DUPRIEZ, L.H. "Philosophie des conjonctures économiques". E. Nauwelaerts, Lovaina 1.955.

DURAND, D. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: comment". American Economic Review, septiembre de 1.959,

DUPOIS, J. "L'évaluation des bâtiments, mètre et estimations". Eyrolles, Paris, 5ª ed. 1.968.

EDWARDS, O. BELL PHILIP, W. "The theory of measurement of business" Income Univ. of California Press, Berkeley 1.961.

EGGERS, "The evaluation of human assets" Management Accounting, 1.971.

ENCICLOPEDIA INTERNACIONAL DE LAS CIENCIAS SOCIALES. Editorial Aguilar, Madrid, 1.977.

FAIN, B. FAURE, R. PINOYEAU "Comment évaluer les fonds de commerce et les entreprises industrielles". Payot, 1.939.

FERBOS, J. y LACROIX, G. "Evaluation des fonds de commerce"
Editions de l'actualité juridique et du moniter in-
dustriel et économique, París, 2ª ed. 1.963.

FERBOS et SALLES. "Expropriation et evaluation des biens"
Ed. de l'actualité juridique, 1.965.

FERNANDEZ PIRLA, J.Mª. "Economía y Gestión en la empresa".
Ed. I.C.E., Madrid, 4ª ed. 1.970.

FERNANDEZ PIRLA, J.Mª "Teoría Económica de la Contabilidad"
I.C.E., Madrid, 1.970.

FISHER, Irving. "The nature of capital and income" MacMi-
llan & Co. Ltd., Londres, 1.906

FRIEND, L. y PUCKETT, M. "Dividendos y precios de las acciones". En
Weston y Woods. Teoría de la financiación de la Em-
presa. Ariel, Barcelona, 1.974.

FRONDIZI, Risieri "Qué son los valores". Fondo de Cultura
Económica, México, 1.958.

GARCIA ECHEVARRIA, Santiago "Comparación formal de los mé-
todos de valoración de empresas". I.C.A.D.E., Ma-
drid, 1.971.

GARCIA ECHEVARRIA, Santiago "Economía de la Empresa y Po-
lítica Económica de la Empresa", Ediciones E.S.I.C.
Madrid, 1.974.

GARCIA ECHEVARRIA, Santiago. Unidades Didácticas de Econo-
mía de la Empresa. U.N.E.D., Madrid, 1.973.

GELINIER, O. "Fonctions et tâches de direction générale"
Editions hommes et techniques, Paris, 1.963 (Cap.
7^e Evaluation de l'entreprise).

GLANDSDORFF, M. "Les déterminants de la théorie générale
de la valeur". Editions de l'institut de sociologie
de l'université libre de Bruxelles, Bruselas, 1966.

GORDON, Myron J. "Scope and method of theory and research
in the measurement of income and wealth". The
Accounting Review, 1.960.

GORDON, Myron J. "Postulates, Principles and research in
Accounting". Accounting Review, Vol. XXXIX, abril,
1.964.

GORDON, Myron J. "The investment, Financing and valuation
of the corporation". Irwin, Homewood, 1.962.

GOUDEKET, A. "An application of replacement value theory".
The journal of accountancy, julio de 1.960,

GRAHAM, B. y DODD, D.L. "Security Analysis". McGraw-Hill,
Book Co. Inc. N. York, 1.951.

GUILD, E. "Stock Growth and Discount Tables" Financial
Publishing Company, Boston, 1.931.

GUILD, E. "The Case for stock value tables" Financial Analysts
Journal, septiembre-octubre de 1.964.

- GUTENBERG, Erich. "Economía de la Empresa (Teoría y práctica de la gestión empresarial)". Ed. Deusto, Bilbao, 1.973.
- GUTENBERG, Erich "Economía de la Empresa" Tomo I (Producción). Ed. Ateneo, Buenos Aires.
- GYNTER, Reg S. "Some conceptualizing in Goodwill" Accounting Review, Vol. XLIV, junio 1.969.
- HARTMAN, Robert S. "Niveles del lenguaje del valor" Dianoia II, Universidad Nacional Autónoma de México, 1.956.
- HARTMAN, Robert S. "La estructura del valor" Fondo de Cultura Económica, México, 1.959.
- HARTMAN, Robert S. "La ciencia del valor" Publics. de la Universidad Nacional Autónoma de México, 1.964.
- HARTMAN, Robert S. "The logic of value" The Review of Metaphysics. Vol. XIV, marzo 1.961.
- HARVARD BUSINESS SCHOOL ACCOUNTING ROUND TABLE, "The Measurement of Property, Plant, and Equipment in Financial Statements". Harvard University, 1.964.
- HAUSSNER, M. "Multidimensional utilities" en "Decision Processes" por Thrall y otros. John Wiley and sons, N. York, 1.957.
- HAYMOZ, F. "Les fondements théoriques de l'évaluation des entreprises". Fribourg, Imprimerie Fragnière Frères, 1.943.

HEKIMIAN y JONES "Put people on your balance sheet". Harvard Business Review, 1.967 (enero).

HELFERT, E. "Valuation. Concepts and Practice". Wadsworth Publishing Company, Inc. Belmont, California, 1966.

HELFERT, E. "Techniques of Financial Analysis". Reichard D. Irwin, Inc. Homewood, Illinois, junio, 1.970.

HERMANSON. "Accounting for human assets". Graduate School of Business of Michigan, 1.964.

HOMBURGER, R.H. "Measurement in Accounting". T.A.R. Vol. 36. enero, 1.961.

HOMMES ET TECHNIQUES. "Méthodes d'évaluation des entreprises". Numéro spécial de novembre 1.962, nº 216.

INFLATION ACCOUNTING (Report of the inflation accounting committee) "Informe Sandiland". Her Majesty's Stationery Office, Londres, 1.975.

IJIRY, Yuji. "Measurement in current accounting practices". T.A.R., Vol. 47, julio, 1.972.

IJIRY, Yuji, "Physical measures and multidimensional accounting", incluido en Research in accounting measurement, ed. por Jaedicke y otros, A.A.A., Evanston, Illinois, 1.966.

- IJIRY, I. y JAEDICKE, K. "Reliability and Objectivity of Accounting Measurement". Accounting Review, Vol. XLI, jul. 1.966.
- ILIRY, Yuji. "Theory of Accounting Measurement". American Accounting Association. Nueva York, 1.975.
- IJIRY, Yuji. "The Foundations of Accounting Measurement" Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1.967. Bási co. En traccucción por I.C.E.
- ISELIN, E.R. "Chambers in the Accounting Theory". T.A.R. Vol. 43, abril, 1.968.
- JACOB, H. "Métodos para determinar el valor total de una empresa". Zeitschrift Für Betriebswirtschaft, fás cículo 3, marzo 1960. Citado por S. G. Echevarría.
- JACOTEY, Christian. "Principes et Techniques de l'evaluation des entreprises" Ed. Jacques Delmas, París, 1.972.
- JAEDICKE, Ijiry y NIELSEN (Editores). "Research in Accounting Measurement". American Accounting Association 1.966.
- JAEDICKE, R. y SPROUSE, R. "Accounting Flows: Income, Funds and Cash". Prentice-Hall, Englewoods Cliffs, 1.965
- JAENSCH, Günter. "Valoración de la Empresa". Editorial Gustavo Gili, Barcelona, 1.969.

JEVONS, W. "The Theory of Political Economy". 1.871.

KEIRSTEAD, B.S. "An Essay in the Theory of Profits and Income Distribution". Basil Blackwell, Oxford 1.953.

KENNEDY, Miles "The Value of Accounting and Corporations: A Review Article". Journal of Accounting Research. Vol. I, 1.963.

KLEIN, Lawrence. "Introduction to Econometrics". Prentice Hall, Inc. N. York, 1.962.

KNIGHT, F. "Risk, Uncertainty and Profit". Houghton Mifflin Co., Boston, 7ª Edición, 1.948.

KOHLER, Eric. L. "A Dictionary for Accountants" Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, Inc., 1.963, 4ª ed.
Existe producción al Español en U.T.E.H.A. México.

KOLLARITSCH, Felix. "Future Service Potencial Value". Journal of Accountancy, Vol. CXIX, 1.965.

LARCIER, R. y DEVUYST, R. "L'Analyse Financière en Europe" Edition de la Librairie Encyclopedique, Bruxelles et Entreprise Moderne d'Édition, París, 1.967.

LAVAUD, R. "Comment Mener une Analyse Financière". Dunod, Collection "La vie de l'entreprise", 1.969.

LASSEQUE, P. "Esquisse d'une Epistémologie de la comptabilité". Revue d'Economie Politique, París, mayo-juni de 1.962, pp. 314-326.

- LEMKE, Kenneth W. "Asset Valuation and Income Theory",
Accounting Review, Vol. XLI, enero 1.966. Sobre
valor actual, citado por Hendriksen.
- LESOURNE, J. "Preface d'analyse des valeurs mobilières de
F. Rosenfeld". Dunod, 1.963.
- LESSING, Theodore. "Studien zur Wertaxiomatik". Leipzig,
1.914. Existe traducción de los dos primeros capí-
tulos por el Centro de Estudios Filosóficos (cua-
derno nº 3) de la Universidad Nacional Autónoma de
México, 1.959.
- LIKERT, R. "The Human Organization: Its Management and Va-
lue". McGraw-Hill Book Company, Nueva-York, 1.963.
- LLUTZ Friederich, and LUTZ, Vera. "The Theory of Invest-
ment of the Firm", Princeton Univ. Press, Prince-
ton, 1.951.
- LLAMBIAS DE ACEVEDO, Juan, "Max Scheler". Ed. Nova, Buenos
Aires, 1.966.
- MAO, James "Análisis Financiero". Ateneo, Buenos Aires, 1974.
- MARTINDELL, J. "Evaluation de Gestion et Jugement sur la
Valeur de l'entreprise". Hommes y Techniques, 1962.
- MARPLE, Raymond. "Value-itis". Accounting Review, Vol.
XXXVII, jul. 1.963.
- MARSTON, A; WINFREY, R; HEMSTEAD, J.C. "Valoración de Ins-
talaciones industriales" Hispano-Europea", Barcelo-
na, 1.969.

MASSE, D. "Las decisiones de inversión". Ed. Sagitario, Barcelona, 1.969.

MASSONNAT, P. "Les variations de la monnaie et des prix de l'economie des entreprises". Dunod, París, 1.964.

MATTESSICH, R. "Accounting and Analytical Methods". Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, Inc. 1.964.
Obra clave con respecto al tema del valor. Reproducida en Univer. de Barcelona.

MATTESSICH, R. "Toward a General and Axiomatic Foundation of Accountancy with an Introduction to the Matrix Formulation of Accounting System". Accounting Research, oct. 1.957.

MCCARTY and HEALY. "Valuing a Company: Practices and Procedures". Ronald Press Co. N. York, 1.971.

MCDONALD, Daniel L., "Feasibility Criteria of Accounting Measures". Accounting Review, Vol. XLII, oct. 1967.
Artículo ganador del concurso de la A.A.A. de 1967.

MCDUGAL, G. y MAIEK, F. "Master Plan for Merger Negotiation", Harvard Business Review, 1.964.

METCALF, Richar W. "The basic Postulates in Perspective". Accounting Review, Vol. XXXIX, enero, 1.964.

MILES, D. "Análisis del valor". Ed. Deusto, Bilbao, 1.966.

MILES, L.D. "Techniques of Value Analysis and Engineering"
McGraw-Hill Book Company, Nueva York, 1.961.

MISHAN, E.J. "Cost Benefit Analysis".

MILLER, H.E. "C.P.A. Manual". Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs, Nueva Jersey, 1.956.

MOBLEY, Sybil, "Revenue Experience as a Guide to Asset Va
luation" Accounting Review, Vol. XLII, enero 1967.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. "The Cost of Capital, Corpora-
tion Finance and the Theory of Investment". Americ
an Economic Review, junio de 1.958.

MODIGLIANI, F. y MILLER M. "The Cost of Capital, Corpora-
tion Finance and the Theory of Investment: Reply".
American Economic Review, septiembre de 1.959.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. "Corporate Income Taxes and
the Cost of Capital: A Correction" American Econom
ic Review, junio de 1.963.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. "The Cost of Capital, Corpora-
tion Finance and the Theory of Investment: Reply"
American Economic Review, junio de 1.965.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. "Some Estimates of the Cost of
Capital to the Electric Utility Industry 1954-1957"
American Economic Review, junio de 1.966.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". Journal of Business, oct. 1.961.

MOLODOVSKY, N. "Valuation of Common Stocks" The Financial Analysts Journal, febrero, 1.959.

MOLODOVSKY, N. "Stock Values and Stock Prices". Id. mayo-junio, 1.960.

MOLODOVSKY, N. "Table of Stock Values". Id. sept-oct. 1964.

MOONITZ, Maurice. "The Basic Postulates in Accounting". Accounting Research Study, nº 1, N.York, A.I.C.P.A. 1.961.

MOONITZ, Maurice, "The Nature of Research in Accounting". International Conference on Accounting Education, Urbana, N.York, 1.962.

MOORE, G.E. "Principia Ethica". Cambridge, 1.903.

MORGENSTERN, Oskar, "Economic Activity Analysis". John Wiley & Sons, Inc. N. York, 1.954.

MORGENSTERN, O. "On the Accuracy of Economic Observations" Princeton University Press, Princeton, 1963, 2ª ed.

MOST, Kenneth S. "The Value of Inventories". Journal of Accounting Research, Vol. V. 1.967.

MUELLER, Gerhard G. "Valuing Inventories at other than historical costs some international differences". Journal of Accounting Research. Vol. II, 1.964.

- MYRDAL, Gunnar. "The Political Element in the Development of Economic Theory". Cambridge: Harvard University Press, 1.955.
- NACIONES UNIDAS. "Pautas para la evaluación de proyectos". Nac. Unidas, N. York, 1.972.
- NASH, John F. "The Bargaining Problem". "Econometría". Vol. 18, 1.950.
- NASH, John F. "Two-person Cooperative Games". "Econometría" Vol. 21, 1.953..
- NEUMAN VON, J. y MORGENSTERN, O. "Theory of Games and Economic Behavior", Princeton Univ. Press. Princeton, 1.944.
- ORTEGA Y GASSET, José. "Introducción a una estimativa" (Qué son los valores). Obras completas, Tomo VI, Madrid, 1.955.
- PAPANDREU, A.G. "La Economía como Ciencia". Ed. Ariel, Barcelona, 1.961.
- PARETO, V. "Manuel d'Economie Politique". Giard, París, 1.927.
- PATON, Willian A. "Cost and Value in Accounting". Journal of Accountancy, Vol. 81, nº 3, march 1.966.
- PATON, W.A. "Manual del Contador". Ed. Uthea, México, 1975.

PATON, W. y LITTLETON, A.C. "An Introduction to Corporate Accounting Standards". A.A.A. Monograph nº 3, 1.940,

PEN, J. "A General Theory of Bargaining". The American Economic Review, Vol. 42, 1.952.

PERROUX, F.

"La Valeur". Presses Universitaires de France, París, 1.943.

PERROUX, F. "La pensée économique de Joseph Schumpeter". Librairie Droz, Ginebra, 1.965.

PEUMANS, Herman. "Valoración de proyectos de inversión". Ed. Deusto, Bilbao, 1.967.

PIERRE, J. "Essai su la mesure du profit de l'entreprise". Annales de Sciences Economiques appliquées. Lovaina diciembre 1.965, pp. 547-501 y diciembre de 1.966, pp. 467-531.

PINOTEAU, Charles. "L'évaluation des entreprises par l'analyse et la prévision économique". Edit. S.E.F., París, 1.967.

PORTERFIELD, James T.S.

"Decisiones de inversión y costos de capital". Id. Herrero, México, 1.977.

PORTERFIELD, James T.S.

"La Politique de dividendes et l'enrichissement des actionnaires", en "Recherche Financière et Decisions de Gestion", Entreprise Moderne d'edition, París, 196

POURBAIX, Claude. "Valoración de Empresa, criterios y medidas". Ibérico Europea de Ediciones, Madrid, 1.971.

PRADOS, ARRARTE, J. "Economía Política, introducción al estudio de la". Ed. Guadiana, Madrid, 1.971.

PRIME, John. "Financial Statement Analysis", Prentice-Hall, N. York, 1.952, 2ª ed.

RETAIL, L. "Etude Financière des Fusions de Sociétés". Sirey, París, 1.956.

RETAIL, L. "Les Titres de Sociétés et leur évaluation". Sirey, París, 1.961.

RETAIL, L. "L'Evaluation des entreprises". Sirey, París, 1.963, 5ª ed.

RETAIL, L. "L'Evaluation des Fonds de Commerce". Sirey, París, 1.950.

REVUE FIDUCIAIRE, La. "Les Evaluations Fiscales". nº 420-421. de julio-agosto 1.963.

RICARDO, D. "Principios de Economía Política y Tributación". Ed. Aguilar. Madrid.

RIEBOLD, Gilbert. "Les Methodes Americaines d'evaluation des entreprises". Ed. Hommes et Techniques. Suresnes, 1.973.

RIGGS, James. "Modelos de decisión económica para ingenieros y gerentes de empresas". Alianza Editorial, Madrid, 1.973.

RING, A. "The Evaluation of Real Estate". Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1.963.

ROUSSEAU, Georges. "Manuel de l'expertise, comment etudier, expertiser et evaluer une entreprise comercial ou industrielle". Ed. Dalloz, París, 1.956.

SAPIENZA, S.R. "Business Combination and Enterprise Evaluation". Journal of accounting research, Primavera de 1.964.

SCHELER, Max. "El formalismo en la ética". Revista de Occidente, Madrid, 1.941-42.

SCHELER, Max. "Etica de la Filosofia". Ed. Nova, Buenos Aires, 1.958.

SCHNETTLER, A. "Análisis de la Empresa". Ed. Derecho Financiero, Madrid, 1.969.

SCHNETTLER, A. "El interés en materia de empresa" ("Der Zins im Wirtschaftsbetrieb"). Stuttgart, 1.939. Citado por Viel, Bredt y Renard.

- SCHUMPETER, J.L. "Historia del Análisis Económico". Ed. Ariedl, Madrid, 1.971. *Tratado de Economía*. Vol. I. 1.971. Citado por S.G. Echevarría.
- SIEBEN, Gunter. "El valor sustancial de la explotación". Wiesbaden, 1.963. Citado por Jaensch.
- SIEBEN, Gunter. "Nuevos aspectos de la valoración de empresas".-Zeitschrift fur Betriebswirtschaft- Año 1963, vol, 33. Citado por S.G. Echevarría.
- SMALENBACH, E. "La financiación de las participaciones" (Die Beteiligungsfinanzierung). Colonia y Opladen, 1.954.
- SMITH, Nicolás. "Value and Decision Process". Third Annual Fall Meeting Oper. Res. Soc. Amer. Noviembre 1.954.
- SMITH, Nicolás. "A Calculus for Ethics: A theory of the Structure of Value - part I". Behavioral Science, Vol. I, nº 2, 1.956.
- SMITH, N. WALTERS, S. BROOKS, F. "The Theory of the Value in the Science of Decision - A Summary". Operations Research, Vol. I. 1.953.
- SOCIETE D'EXPERTISE COMPTABLE FIDUCIARE DE FRANCE. "Le diagnostic Permanent de l'entreprise par la méthode des ratios". I.S.E.F. 1.961.
- SOGNO, M. "Méthode d'estimations des fonds de commerce". Ed. Altona, París.

SOLDOFSKI, R. "Growth Yields". Financial Analysts Journal, septiembere-octubre de 1.961.

SOLOMON, Ezra (ed.). "The Management of Corporate Capital" New York, Glenco, 1.959.

SOLOMON, Ezra.

"The Management of Corporate Capital". The Free Press of Glencoe, Nueva York, 1.959.

SOLOMON, E. "The Theory of Financial Management". Columbia University Press, Nueva York, 1.963.

SOLOMON, E. "Leverage and the Cost of Capital". Journal of Finance, mayo de 1.963, 18: 179.

SOLOMON, E. y LAYA, H.C. "La Mesure de la Rentabilité de l'entreprise". Recherche Financière et Décisions de Gestion. Entreprises Modernes d'Édition. Paris, 1.965.

SOLOMONS, David. "Economic and Accounting Concept of Income". The Accounting Review, julio de 1.961, pp. 374-383.

SOLOMONS, David. "Economic and Accounting Concepts of Cost and Value". en "Modern Accounting Theory", de Morton Bracker, Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, Inc. 1.966.

SOUCHON, Pierre. "L'Évaluation des titres non cotés en Bourse". Ed. Librairie du Journal des Notaires et des Avocats, Paris, 1.974.

SPROUSE, Robert, T. "The Measurement of Property Plant and Equipment". Reporter, Harvard University, Gráduate School of Business Administration, 1.964.

SPROUSE, Robert and MOONITZ, Maurice. "A Tentative Set of Broad Accounting Principles for Business Entrepri-
ses, Accountancy Research Study, nº 3, A.I.C.P.A.
N. York, 1.962.

STACKELBERG, H.F. von. "Principios de Teoría Económica".
Instituto de Estudios Políticos, Madrid, 1.961.

STERLING, Robert R. "The Going Concern, and examination".
Accounting Review, julio 1.968.

STERLING, R.R. "Asset Valuation and Income Determination".
Schoolars, Book Co. Lawrence, Kansas, 1.971.

STERLING, R.R. "Theory of the Measurement of Enterprise
Income". University of Kansas Press, Kansas, 1970.

STEVENS, S.S. "Measurement Psychophysics and Utility" en
Measurement (Churchman & Ratoosh), John Wiley & sons
N. York, 1.959.

SUAREZ SUAREZ, Andrés Santiago. Unidades Didácticas de Eco-
nomía de la Empresa (Organización y Administración)
U.N.E.D., Madrid, 1.974.

SUAREZ SUAREZ, Andrés Santiago. "Decisiones Óptimas de In-
versión y Financiación". 2ª ed. Ed. Pirámide, Madrid
1.977.

THOMAS, W. y ZNANIECKI, F. "The polish peasant in Europe and America". Dover, N. York, 1.958, 2ª ed.

UNION EUROPEA DE EXPERTOS CONTABLES, "Evaluación de Empresas y partes de Empresas". Ed. Deusto, Bilbao, 1.962.

UNIVERSITE DE PARIS, Institut d'Administration des entreprises. "Comment estimer la valeur d'une entreprise". Seminaire, 1.962.

URIA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". Madrid, 1.968.

VALUE ENGINEERING Methods Manual The Boeing Company, Aerospace Division, Seattle, Wash, 1.962.

VIEL, J.; BREDT, D.; RENARD, M. "L'evaluation d'entreprises et parts d'entreprises". Dunod, París, 1.971

WALTER, J. "Política de Dividendos: su influencia sobre el valor de la empresa", en Teoría de la Financiación de la Empresa de Weston y Woods. Ariel, Barcelona, 1.974.

WEBER, Max. "Sobre la Teoría de las Ciencias Sociales", Ed. Península, Barcelona, 1.977.

WESTON, J. Fred. "La Valeur de l'entreprise et sa relation avec la gestion financière" en "Recherche financière et decisions de gestion". Entreprise Moderne d'editions, París, 1.969.

WESTON, F. "The Measurement of Cost of Capital". University of California, Los Angeles.

WESTON y WOODS. "Teoría de la Financiación de la Empresa" Ariel, Barcelona, 1.974.

WILLIAMS, J.B. "The Theory of Investment Value". Harvard University Press, Cambridge, 1.938.

WILLIAN y SEGALL, "The Corporate Merger". University of Chicago Press, Chicago, 1.966.

WITTMAN, W. "Der Wertbegriff in der Betriebswirtschaftslehre". Estdentscher Verlag. Colonia, 1.956. Cita do por R. Mattessich y S.G. Echevarría.

WRIGHT, F.K. "A Theory of Inventory Measurement". Abacus, Vol. I. diciembre, 1.965.